

Tilbudsplikt på grunnlag av aksjonærsamarbeid - konsolidering

Kandidatnummer: 698

Leveringsfrist: 25. april 2008

Til sammen 16488 ord

23.04.2008

Innholdsfortegnelse

| | | |
|-----------------|--|------------------|
| <u>1</u> | <u>INNLEDNING</u> | <u>4</u> |
| 1.1 | Tema | 4 |
| 1.2 | Reglene om tilbudsplikt | 4 |
| 1.2.1 | Generelt | 4 |
| 1.2.2 | Sentrale hensyn | 5 |
| 1.2.3 | Konsolidering | 7 |
| 1.3 | Rettskilder og lovhistorikk | 8 |
| 1.4 | Avgrensninger | 11 |
| <u>2</u> | <u>GENERELT OM KONSOLIDERING VED AKSJONÆRSAMARBEID</u> | <u>12</u> |
| 2.1 | Oversikt over vilkårene for å konsolidere samarbeidende aksjonærer | 12 |
| 2.2 | Særlig om ulike hensyn bak konsolideringsalternativet | 13 |
| 2.3 | Forholdet til selskapets vedtekter | 14 |
| <u>3</u> | <u>DET MATERIELLE INNHOLDET I "FORPLIKTENDE SAMARBEID"</u> | <u>16</u> |
| 3.1 | Ordlyd og forarbeider | 16 |
| 3.2 | Hva ligger i begrepet "forpliktende"? | 18 |
| 3.3 | Harmonisering av rettskildefaktorene | 20 |
| 3.3.1 | Takeover-direktivet | 20 |
| 3.3.2 | Legalitetsprinsippet | 22 |
| 3.3.3 | Formålet bak reglene om tilbudsplikt | 23 |
| 3.4 | Vedtak i Børsklagenemnda | 23 |

| | | |
|------------|---|-----------|
| 3.4.1 | Innledning | 23 |
| 3.4.2 | Særskilt om Orkla/Nordstjernen-saken | 24 |
| 3.5 | Rettspraksis | 26 |
| 3.6 | Synspunkter hentet fra juridisk teori | 27 |
| 3.7 | Oppsummering | 27 |
| 3.8 | Momenter i konsolideringsvurderingen | 28 |
| 3.8.1 | Utgangspunktet for vurderingen | 28 |
| 3.8.2 | Lån til erverv av finansielle instrumenter | 30 |
| 3.8.3 | Eierskap i annen aksjonær | 31 |
| 3.8.4 | Bruk av opsjoner eller kursgarantier | 32 |
| 3.8.5 | Deltakelse i aksjonærens styre eller andre ledende organer | 34 |
| 3.8.6 | Tidligere ansettelsesforhold og/eller personlig vennskap | 34 |
| 3.8.7 | Partenes tidligere handlingsmønster | 35 |
| 3.9 | Særlig om bruk av fullmakt | 36 |
| 4 | <u>LOVENS KRAV TIL SAMARBEIDETS KARAKTER</u> | 40 |
| 4.1 | Innledning | 40 |
| 4.2 | Samarbeidets gjenstand | 40 |
| 4.3 | Samarbeidets grad (omfang og varighet) | 43 |
| 4.3.1 | Generelt | 43 |
| 4.3.2 | Fusjon | 46 |
| 4.3.3 | Salg av selskapets virksomhet | 48 |
| 4.4 | Samarbeid hvor tredjemanns oppkjøpsforsøk forhindres | 48 |
| 4.4.1 | Innledning | 48 |
| 4.4.2 | Ordlyd og forarbeider | 49 |
| 4.4.3 | Praksis før lovendringen | 50 |
| 4.4.4 | Hva ligger i begrepet ”tilbud” | 52 |
| 4.4.5 | Et vilkår om hensikt? | 53 |
| 4.4.6 | Graden av blokkering | 54 |

| | | |
|-----------------|---|------------------|
| 4.4.7 | Må tilbudet oppfylle visse formelle krav? | 55 |
| 4.5 | Samarbeid i selskapets interesse | 57 |
| <u>5</u> | <u>PROSESSUELLE SPØRSMÅL</u> | <u>59</u> |
| 5.1 | Forholdet til domstolene | 59 |
| 5.2 | Bevistema og beviskrav | 59 |
| <u>6</u> | <u>LITTERATURLISTE</u> | <u>61</u> |
| 6.1 | Lover og forskrifter | 61 |
| 6.2 | Litteratur | 61 |
| 6.3 | Forarbeider | 62 |
| 6.4 | Traktater og Direktiver | 63 |
| 6.5 | Praksis | 63 |

1 Innledning

1.1 Tema

Hvorvidt fysiske eller juridiske personer anses som ”nærstående” er et sentralt anliggende i mange rettslige sammenhenger. Slik er det også i børs- og verdipapirretten. Erverv av aksjer over visse terskler i selskaper med aksjer notert til handel på regulert marked medfører en plikt til å gi bud på alle aksjene etter nærmere regler. Tilbudsplikten inntreffer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller dennes nærstående. Lov om verdipapirhandel¹ definerer begrepet nærstående i § 2-5. Bestemmelsen omfatter grupper med ulike tilknytningsgrunnlag, herunder de tilfeller hvor frittstående aksjonærer har koordinert sin opptreden i selskapet. Denne oppgavens tema er en nærmere analyse av de regler som fører til at det utløses tilbudspunkt på grunnlag av et slikt aksjonærssamarbeid.

1.2 Reglene om tilbudspunkt

1.2.1 Generelt

Selskaper som har aksjer notert til handel på norsk regulert marked er omfattet av reglene om tilbudspunkt i verdipapirhandelens kapittel 6. Reglene om tilbudspunkt har den følge at en aksjonær som gjennom erverv blir eier av en nærmere fastsatt andel av selskapet også plikter å fremsette et bud på resten av de utestående aksjene. Hovedregelen om tilbudspunkt, verdipapirhandelloven § 6-1 (1), lyder som følger:

¹ Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75.

”Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med §6-8, jf. §6-9.”

Gjentatt tilbudsplikt inntreffer ved erverv av 40 % og ved erverv av 50 % av aksjer som gir stemmerett i selskapet, jf. verdipapirhandelloven § 6-6.

Aksjonærens eierskap må bryte tilbudspliktsterskelen gjennom et ”erverv.”² I dette ligger det også en forutsetning om at etableringen som nærstående i seg selv ikke medfører tilbudsplikt. For eksempel vil dominerende aksjonærer som gifter seg ikke komme i en tilbudspliktig situasjon i forhold til § 2-5 nr. 1, selv om de da regnes som nærstående. Årsaken til dette er at hvis det ikke foretas noe erverv, utløses det ingen kontrollpremie, jf. mer om dette rett under. Loven har likevel den konsekvens at hvis en eller flere av de konsoliderte parter senere erverver en eneste aksje, vil dette i seg selv være nok til at tilbudsplikt utløses, jf. verdipapirhandelloven § 6-6 (2).³ Verdipapirhandellovens kapittel 6 har nærmere regler om de ulike beregningsgrunnlag som anvendes når man skal ta stilling til om lovens terskler er brutt i det enkelte tilfellet. Konsolideringsbestemmelsen i § 6-5 er en viktig regel i den sammenheng.

1.2.2 Sentrale hensyn

Det grunnleggende formålet med tilbudspliktreglene er todelt⁴; å sikre minoritetsaksjonærer en utgang ved kontrollskifte samt sikre likebehandling av aksjonærene, herunder at alle får del i en eventuell kontrollpremie. Hensynene beskytter minoritetsaksjonærene i selskapet. I forvaltnings- og rettspraksis vedrørende konsolideringsbestemmelsen har hensynene bak

² En utfyllende fremstilling av reglene om tilbudsplikt, herunder ervervsbegrepet, gis av Bergo i *Børs- og verdipapirrett*. Oslo 2004

³ Ot.prp. nr 34 2006/2007 s. 72.

⁴ Oslo tingretts dom 07-039572TVI-OTIR/08 (heretter ”Eastern Drilling-saken”).

reglene om tilbudsplikt spilt en viktig rolle ved tolkningen av de materielle reglene om konsolidering av nærstående.

Ved et kontrollskifte i et selskap som har aksjer notert til handel på norsk regulert marked bør minoritetsaksjonærene gis en mulighet til å trekke seg ut av selskapet.⁵ Dette begrunnes i at kontrollskiftet medfører endringer for de øvrige aksjonærenes innflytelse i selskapet, samt at kontrollskiftet kan svekke aksjens likviditet fordi en betydelig andel av aksjene besittes av en aksjonær. Svekket likviditet vil kunne føre til at aksjen faller i verdi.⁶ Fall i aksjekursen pga. slike omstendigheter vil kunne medføre at selskapets aksjer blir feilpriset alene pga. endringer i aksjonærssammensetningen. Alle aksjonærer i selskapet bør tilbys den samme mulighet og den samme betingelse for å selge sine aksjer. Lovgiver har etter en nærmere vurdering lagt til grunn at man normalt har kontroll i selskapet ved om lag 1/3 av stemmene, og fastsatt grensen for tilbudsplikt i selskaper notert til handel på norsk regulert marked til erverv av mer enn 1/3 av de stemmeberettigede aksjer.⁷

Ved etableringen av posisjonen som kontrollerende aksjonær må det som regel betales en ekstra pris for aksjene. I tillegg til kontrollskiftehensynet taler også hensynet til likedeling av denne kontrollpremie for at aksjonærene i målselskapet stilles likt. Kontrollpremien oppstår fordi kjøp av en betydelig eller særlig viktig andel av et selskap ofte fordrer en høyere pris.⁸ Tilbyder kan være villig til å betale denne premien fordi kontrollen har en merverdi som hver enkelt aksje ikke har. Hadde man ikke hatt reglene om tilbudsplikt, ville det vært tilfeldig hvem som ville fått andel av kontrollpremien ved kontrollskifte. Sett fra minoritetsaksjonærenes ståsted er kontrollpremiehensynet et likebehandlingsprinsipp, *sml.* allmennaksje- og aksjelovens §§ 4-1, 5-21 og 6-28.⁹ Lovgiver uttaler også at reglene om

⁵ NOU 1996:2 pkt. 9.3.1.

⁶ NOU 2005:17 pkt. 6.4.1

⁷ NOU 2005:17 pkt. 6.4.2.

⁸ NOU 1996:2 pkt. 9.3.1.

⁹ Lov om aksjeselskaper og lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44 og nr. 45.

tilbudsplikt bidrar til å skape den tillit som må anses som nødvendig for et velfungerende verdipapirmarked.¹⁰

1.2.3 Konsolidering

Ved vurderingen av hvor mange prosent av selskapets stemmeberettigede aksjekapital aksjonæren eier skal også erverv og beholdning hos aksjonærens nærstående medregnes, jf. § 6-5 (1) første punktum om konsolidering:

”I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5.” (Min utheving)

Prisen som skal tilbys de øvrige aksjonærer tar høyde for kontrollpremien som reglene om tilbudsplikt fordeler. Lovens løsning er å legge til grunn den høyeste pris det er inngått avtale om å betale for aksjer de siste 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte, jf. § 6-10 (4). Har aksjonæren også ervervet aksjer i etterkant av at tilbudsplikten inntrådte, skal eventuelt denne pris legges til grunn dersom den er høyere jf. § 6-10 (5).

Konsolideringsregelen i § 6-5 regulerer også spørsmålet om hvilken pris den konsoliderte gruppen må tilby, jf. ”I forhold til reglene om tilbudsplikt...” Ved fastsettelsen av prisen i det pliktige tilbud vil man derfor inkludere erverv som er foretatt av både aksjonæren og dennes nærstående.¹¹

Hvorvidt man anses som nærstående aksjonærer kan derfor få avgjørende betydning både i forhold til spørsmålet om man har tilbudsplikt, og i så fall hvilken pris man plikter å tilby.

¹⁰ NOU 1996:2 pkt.9.3.1 siste avsnitt

¹¹ NOU 2005:17 pkt. 7.2 samt Oslo Tingretts avgjørelse i Eastern Drilling-saken pkt. 3.

1.3 Rettskilder og lovhistorikk

Gjeldende lov om verdipapirhandel avløste verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr. 79, hvor reglene om tilbudsplikt både språklig og materielt sett hadde klare likhetstrekk med dagens regime. Dagens tilbudspliktregler trådte i kraft 1. januar 2008. Materielt er reglene i stor grad en videreføring av tidligere regler, men nå også slik at det er tilpasset med reglene om tilbudsplikt i EUs takeover-direktiv.

Det første generelle regelverket om tilbudsplikt ble inntatt i verdipapirhandelloven av 14. juni 1985 nr 61 §§ 5A til 5C. (Tilføyd ved endringslov 16. juni 1989 nr. 51 som trådte i kraft 6. april 1990.) Motivene til lovtillegget finnes i Ot.prp. nr. 53 (1988-1989). Regelen om konsolidering av nærstående, herunder aksjonærsamarbeid, gjennomgikk til dels omfattende språklige endringer i 1997. Tidligere konsolideringsbestemmelse, § 5A annet ledd, hadde følgende utforming:

”Like med erververens egne aksjer regnes aksjer som eies av:

...

c) noen som vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med.” (Min utheving)

I forbindelse med utformingen av 1997-loven ble spørsmålet om konsolidering behandlet i NOU 1996:2 og Ot.prp. nr. 29 fra 1996/1997. Disse forarbeidene er sentrale dokumenter også i forbindelse med kartleggingen av gjeldende rett, ettersom lovteksten i 2007-loven i stor grad er lik 1997-loven.

EUs direktiv om tilbudsplikt, Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (Heretter betegnet som ”takeover-direktivet”), er nå gjennomført i norsk rett. Direktivet har regler som også får betydning for tolkningen av norsk rett. EUs rettsakter har ikke direkte virkning i Norge, og må derfor gjennomføres etter nasjonale fremgangsregler. Forholdet mellom norsk rett og direktivet er særlig

behandlet i NOU 2005: 17 ”Om overtakelsestilbud” (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper) samt Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) ”Om lov om verdipapirhandel mv.”

Ordlyden i dagens bestemmelse om nærstående er utformet etter modell av finansieringsvirksomhetsloven¹² § 2-6 og ervervsvirksomhetsloven § 5 (opphevet). Lik bestemmelse finnes også i verdipapirregisterloven § 5-4 samt verdipapirfondloven § 1-2.¹³ Videre viser reglene om eierbegrensninger i lov om regulerte markeder til regelen om nærstående i verdipapirhandelloven § 2-5 i lovens egen konsolideringsbestemmelse.¹⁴ Det er fremhevet i juridisk teori at det materielle innholdet i disse lovers konsolideringsbestemmelser kan være forskjellig da rettsområdene er ulike.¹⁵ Argumentet har vært at rettsfølgene er av forskjellig karakter; konsolidering etter verdipapirhandelloven vil utløse tilbudsplikt, mens de øvrige konsolideringsregler tar sikte på eier- og stemmerettsbegrensninger og kan således være mindre tyngende. Det er likevel slik at samtlige bestemmelser – i tillegg til å ha identisk språkdrakt vedrørende de vesentlige vilkår - har til formål å forhindre omgåelse av lovens regler. Børsklagenemnden har i sin praksis anvendt konsolideringspraksis som er relatert til annen lovgivning uten å presisere eller kommentere at denne praksis har begrenset vekt.¹⁶ Praksis tilknyttet den nevnte lovgivning vil på denne bakgrunn også kunne være relevant for tolkning av verdipapirhandelloven.

Verdipapirhandellovens kapittel 4 har regler om flagging av aksjeerwerb. Plikt til å flagge handler utmåles på basis av prosentvis eierskap. Etter verdipapirhandelloven § 4-2 (6) skal man i beregningen av hvor mange prosent av de utestående aksjene man eier også ta høyde for eierskap hos aksjonærens nærstående. Det er uttalt i forarbeidene at det materielle innholdet i nærståendebestemmelsen er identisk i relasjon til reglene om tilbudsplikt og

¹² Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner av 10.juni 1988 nr. 80.

¹³ Lov om registrering av finansielle instrumenter av 7. mai 2002 nr. 64 og lov om verdipapirfond av 6. desember 1981 nr. 52.

¹⁴ Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74.

¹⁵ Ramsland (2005) pkt. 3.

¹⁶ Sak 3/2002

reglene om flagging.¹⁷ Teori og praksis vedrørende reglene om flagging kan derfor ha betydning for fastlegging av det materielle innholdet av tilbudsplikt på konsolidert grunnlag. Man kan likevel ikke se bort fra at det kan forekomme tilfeller hvor de nærmere grenser må trekkes forskjellig, ettersom bestemmelsen anvendes sammen med ulike regelsett.

Det er i første omgang tilbudsmyndigheten som avgjør om det skal vedtas konsolidering, jf. verdipapirhandelloven § 6-5 (2). Tilbudsmyndigheten er i utgangspunktet det regulerte marked hvor aksjene i selskapet som er gjenstand for overtakelsestilbudet er notert, jf. § 6-4 (1). For selskaper som er notert til handel på Oslo Børs er utgangspunktet at børsen selv er tilbudsmyndighet. Et vedtak som går ut på å konsolidere nærstående aksjonærer kan påklages etter de nærmere reglene i børsforskriften.¹⁸ I klageomgangen behandles saken av børsklagenemnda. I børsforskriften § 35 første ledd heter det at børsklagenemnden "... er klageinstans for de vedtak av regulert marked som er gjenstand for klage. I klagesaken kan børsklagenemnden prøve alle sider av vedtaket." Børsklagenemndas avgjørelser spiller en sentral rolle som tolkningsfaktor ved anvendelse av reglene om tilbudsplikt. Det er forutsatt i forarbeidene at nemndens avgjørelser vil bli tillagt betydelig vekt av domstolene.¹⁹ Et vedtak om tilbudsplikt på konsolidert grunnlag kan bringes videre inn for domstolene, men en rettslig avgjørelse av spørsmålet hadde ikke forekommet før Oslo tingrett den 11. desember 2007 avsa dom om gyldigheten av konsolideringsvedtaket i Eastern Drilling-saken.²⁰

¹⁷ Ot.prp. nr. 29 (1996) pkt. 3.2.3 tredje avsnitt

¹⁸ Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften) av 29. juni 2007.

¹⁹ Ot.prp. nr 54 fra 1988-1989 s. 5.

²⁰ Basert i søk på Lovdata samt Materialsamling i Børs og Verdipapirrett ved Erling Christiansen, Advokatfirmaet Schjødt. Se nærmere i pkt. 3.5 om Oslo tingretts dom i Eastern Drilling – saken.

1.4 Avgrensninger

Oppgavens tema er tilbudsplikt ved aksjonærsamarbeid etter verdipapirhandelloven. Reglene om tilbudspliktige erverv spenner for øvrig over flere problemstillinger på både vilkår- og virkningssiden, herunder viktige spørsmål slik som verdipapirhandellovens anvendelsesområde, forholdet til utenlandske selskaper, hvorvidt de konsoliderte parter har nedsalgsrett, hvem som pålegges tilbudsplikten og krav til tilbudsdokumentet. Det avgrenses i det følgende mot en nærmere behandling av disse spørsmål. Oppgavens hovedfokus ligger på vilkårsiden; *hvilke bindinger må foreligge for at det som ellers er selvstendige aksjonærer skal anses som nærstående?* Det tas derfor heller ikke stilling til hvorvidt et brudd på samarbeidsforholdet skal få betydning i forhold til reglene om tilbudsplikt, eller om interne transaksjoner mellom de konsoliderte parter skal utløse tilbudsplikt.

2 Generelt om konsolidering ved aksjonærsamarbeid

2.1 Oversikt over vilkårene for å konsolidere samarbeidende aksjonærer

Verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 1 til 4 har konsolideringsalternativer som relaterer seg til familiære og selskapsrettslige forbindelser:

”Som noens nærstående menes:

- 1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,*
- 2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,*
- 3. selskap innen samme konsern som vedkommende,*
- 4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven 4 § 1-3 annet ledd eller selskapsloven 5 § 1-2 annet ledd,”*

I nr. 5 utvides kretsen av nærstående til andre og øvrige aksjonærer, som har inngått et såkalt forpliktende samarbeid:

”5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.”

Alternativ nummer 5 er som nevnt i 1.3 en videreføring av § 1-4 nr. 5 i 1997-loven. 1997-loven medførte til dels sentrale språklige endringer i forhold til 1985-lovens formulering, der kriteriet var: ”...handler etter avtale med eller for øvrig opptre i forståelse med.” Det

fremgår både av verdipapirhandelloven av 1997 og dagens lov fra 2007 at det trolig må foreligge et sterkere tilknytningsgrunnlag enn kun en felles forståelse, jf. "...forpliktende samarbeid," og at samarbeidet må ha et visst innhold, jf. "...bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument, herunder der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres." Siste del av dette vilkåret ble tilført ved utformingen av dagens lovtekst. Det er videre slik at man "må anta" at lovens vilkår er oppfylt i det enkelte tilfellet, hvilket også reiser prosessuelle problemstillinger.

I det følgende vil konsolideringsreglenes krav til tilknytningsforhold mellom aksjonærene behandles i pkt. 3. Vilkårene om samarbeidets gjenstand behandles i pkt. 4. Fremstillingen avsluttes ved en nærmere analyse av noen utvalgte prosessuelle spørsmål i pkt. 5.

2.2 Særlig om ulike hensyn bak konsolideringsalternativet

I en tilbudspliktsituasjon på konsolidert grunnlag foreligger det i tillegg til de spesifikke tilbudsplikthensyn også egne formål bak konsolideringsbestemmelsen. I praksis har man lagt vekt på begge typer hensyn. Det gis derfor en nærmere redegjørelse av disse hensynene her.

I forhold til reglene om tilbudsplikt bør det ikke ha avgjørende betydning om ervervene foretas av en eller flere aksjonærer, hvis det foreligger en slik tilknytning mellom partene at de reelt sett er å anse som en enkelt eier. Formålet med konsolideringsbestemmelsen isolert sett er særlig å forhindre omgåelse ved at en investor sprer sin kontrollerende andel av aksjer på flere "stråmenn" eller andre samarbeidsparter.²¹ Ved å innføre en særskilt lovbestemmelse om nærstående forenkler man rettsanvendelsen i sådan henseende.

Det er også et uttalt formål å gjøre visse presiseringer i regelverket, ettersom det over tid hadde blitt avstand mellom den tidligere lovbestemmelsens ordlyd og den forståelse som

²¹ Ot.prp. nr. 53 (1988-1989) pkt. 5.11.2

ble lagt til grunn i praksis.²² Nåværende lovs formulering er derfor mindre generell enn den tidligere bestemmelse.

Å bli ansett som nærstående i forhold til tilbudspliktreglene kan få store økonomiske konsekvenser for den konsoliderte gruppen. For aktørene i finansmarkedet vil derfor forutberegnelighet og presise regler være viktig. Det finnes mange eksempler på at større eiere kjøper seg opp i selskapet til et slikt nivå at de ligger nært opptil grensen for tilbudsplikt. Det finnes likevel ikke et system med bindende forhåndsuttalelser f.eks. slik man kjenner fra skatteretten. Det har forekommet i praksis at aksjonærer som ønsker å samarbeide eller er i en samarbeidssituasjon henvender seg til kontrollmyndighetene med forespørsel om tilbagemelding på hvordan deres samarbeid vil forholde seg til reglene om tilbudsplikt.²³

2.3 Forholdet til selskapets vedtekter

I tråd med alminnelig selskapsrett kan selskapets eiere bli enige om å utforme vedtekter som inneholder supplerende bestemmelser om forholdet mellom aksjonærene og selskapet. Spørsmålet i dette avsnittet er om selskapet kan innta vedtektsbestemmelser som avviker fra det som fremgår av verdipapirhandellovens regler om tilbudsplikt, herunder nærstående.

Utgangspunktet i selskapsretten er at aksjonærene har adgang til dette, så lenge vedtektene ikke innskrenker mindretallseieres rettigheter i selskapet.²⁴ Når det gjelder spørsmålet om tilbudsplikt avviser derfor forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 adgangen til å vedtektsfeste *høyere* terskler for tilbudspliktreglene.²⁵ Det er likevel antatt at det er adgang til å vedtektsfeste en lavere terskel.²⁶ Med utgangspunkt i denne antakelse er det også rom

²² NOU 1996:2 pkt. 9.3.7 og pkt. 3.2.3.2

²³ Jf. Børslagenemndens vedtak om å konsolidere Aban Singapore Ltd, ICICI Bank UK Limited og First Securities ASA i Sinvest ASA. (Sak 7/2006) Se også børsstyrets avgjørelse den 25.06.03 (Havila Supply) hvor børsen etterlyser slik korrespondanse.

²⁴ Andenæs (2006) kapittel 6.

²⁵ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 67.

²⁶ Bergo (2004) s. 252.

for spørsmålet om et selskap kan utforme vedtektsbestemmelser som har et videre materielt innhold enn verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 om samarbeidende aksjonærer.

Spørsmålet om adgang til å vedtektsfeste tilbudsplikt har forekommet i praksis.²⁷ Hjemmel for å innføre slike ordninger er allmennaksjeloven § 4-16, som gir selskapene adgang til å innføre vedtektsfestede samtykkekrav. Det er antatt i teorien at man med utgangspunkt i denne bestemmelsen ikke er avskåret fra å kunne vedtektsfeste at aksjonæren ikke har rett til å stemme for aksjene inntil han har fremsatt et pliktig tilbud til de øvrige aksjonærer.²⁸

Slike vedtektsfestede ordninger reiser en rekke problemstillinger, herunder hvem som skal ha kompetanse til å fatte de avgjørelser som børsen er tillagt i de ordinære tilfellene.²⁹ Utgangspunktet er at vedtektsregulerte forhold er et privatrettslig anliggende mellom selskapet og dets aksjonærer eller internt mellom aksjonærene. Problemet med tilbudsmyndighetens kompetanse må også gjelde vedtektsfestede reguleringer av konsolideringsbestemmelsen. Inntil dette er nærmere avklart er det derfor vanskelig å si noe mer generelt om problemstillingen. Det avgrenses av disse grunner mot nærmere behandling av spørsmålet.

I det følgende er det kun lovens konsolideringsbestemmelse som vil drøftes.

²⁷ Vedtak og Uttalelser 2000 s. 82: Spørsmål om adgangen til å vedtektsfeste tilbudsplikt ved erverv av 30 % av de stemmeberettigede aksjene i Kværner ASA.

²⁸ Verdipapirhandelloven (2002) s. 258.

²⁹ Vedtak og Uttalelser 2000 s. 82

3 Det materielle innholdet i "forpliktende samarbeid"

3.1 Ordlyd og forarbeider

I det følgende vil jeg analysere bestemmelsens krav til tilknytningsgrunnlag mellom aksjonærene. Grunnkriteriet i den nåværende lov er "forpliktende samarbeid." Loven henviser således til en nærmere vurdering av et underliggende privat rettsforhold. Dette rettsforhold må etter lovtekstens formulering ha visse særlige egenskaper. Etter en naturlig språklig forståelse forutsetter lovens vilkår at to eller flere selvstendige aksjonærer på frivillig basis sammen har skapt et bindende grunnlag for aksjonærmessig samhandling.

Loven har ingen avgrensning mot særlige former for aksjonærstrukturer; enhver fysisk eller juridisk person som deltar i et slikt samarbeid vil kunne omfattes. Er aksjonæren en juridisk person, er det først og fremst handlinger som er relatert til selskapets ledende organer som er relevante. I tråd med pkt. 3.8 er det muligens holdepunkter for å utvide dette syn noe.

Ved tolkningen av lovbestemmelser vil lovens forarbeider være et sentralt utgangspunkt for forståelsen av lovens ord og uttrykk. Forarbeidene til 1997-loven får også betydning for tolkningen av dagens lov, ettersom lovens formulering av tilknytningsforholdet er identisk. Det uttales her bla. at 1985-lovens språkdrakt var for generell, og at den burde presiseres:

"Etter utvalgets syn er det ikke mulig å foreta en nærmere spesifisering i loven av hvilket samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Dette må avgjøres konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfellet. Utvalget foreslår derfor at det i loven benyttes tilsvarende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6, dvs. at konsolidering skal foretas i forhold til noen det *må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær...*"³⁰ (Min utheving)

³⁰ NOU 1996:2 pkt. 9.3.7

Gjeldende lovs formulering legger derfor opp til et sterkere tilknytningsgrunnlag enn tidligere rett. Likevel er det holdepunkter i forarbeidene som tilsier at man egentlig ikke har ønsket å endre de materielle reglene. Forarbeidene tyder på at man går inn for en videreføring av gjeldende rett etter 1985-loven, selv om uttalelsen ikke er helt presis:

”Utvalget går i *hovedsak* inn for en *videreføring* av gjeldende konsolideringsbestemmelse.”³¹ (Min utheving)

Lovteksten er imidlertid ikke helt presis angående hva slags samarbeid som omfattes av bestemmelsen. Et klart eksempel på ”forpliktende samarbeid” vil være tilfeller hvor en aksjonær inngår en formalisert og rettslig bindende avtale om å erverve kontrollen i et selskap sammen med en annen aksjonær. Dette vil være i kjernen av de tilfeller som lovens konsolideringsbestemmelse er ment å omfatte. På den andre siden skal det også foreligge – hvis man henvender seg til forarbeidene – grunnlag for konsolidering hvis samarbeidet er av mer uformell karakter, jf. uttalelsen hvor partene seg i mellom ikke har formalisert sitt samarbeid, men hvor det foreligger en såkalt stilltiende avtale:

”Det legges til grunn at det i samsvar med børsens praksis *skal kreves en stilltiende avtale* mellom partene for at disse skal anses å ha et forpliktende samarbeid.”³² (Min utheving)

En avtale forutsetter i alminnelighet at man er bundet etter de underliggende avtalerettslige regler. Den kontraktsrettslige hovedregel er at alle avtaler skal oppfylles ettersom de er bindende i seg selv. Fra lovgiver foreligger det likevel klare uttalelser på at samarbeidet heller ikke behøver å være utstyrt med sanksjoner eller sanksjonsmuligheter for at det skal kunne sies være ”forpliktende.” Dette uttales i forarbeidene til loven, hvor det bla. heter at:

”...Utvalget påpeker for øvrig at *det ikke skal være noen forutsetning at det skal foreligge sanksjoner* eller *sanksjonsadgang* for at man skal kunne anse samarbeidet for forpliktende.”³³ (Min utheving)

³¹ NOU 1996:2 pkt. 9.3.7 annet avsnitt.

³² NOU 1996:2 pkt. 9.3.7.

³³ NOU 1996:2 pkt. 9.3.7.

I følge forarbeidene vil både stilltiende og sanksjonsfrie avtaler kunne tilfredsstille lovens vilkår til tilknytningsforhold mellom aksjonærene. Når det gjelder stilltiende avtaler er det i utgangspunktet dekning for dette i lovteksten, ettersom rettslig bindende avtaler også kan inngås på et stilltiende grunnlag. Et vanskelig avtalerettslig spørsmål er likevel når man kan sies å være bundet som part i en stilltiende avtale. Hva angår forarbeidenes uttalelser om ikke-sanksjonerte samarbeid skaper disse et tolkningsspørsmål i forhold til både loven og forarbeidene; Forarbeidene forutsetter at samarbeidet i hvert fall må bygge på en stilltiende avtale, men denne avtalen behøver ikke være utstyrt med sanksjoner. Både forarbeidenes vilkår om underliggende avtale samt lovens vilkår om et forpliktende samarbeid gir umiddelbart uttrykk for at samarbeidet må være juridisk bindende. Vil aksjonærsamarbeid som ikke er juridisk sanksjonerbart likevel kunne anses som et forpliktende samarbeid?

I punkt 3.2 til 3.7 er det særlig denne problemstilling som behandles.

3.2 Hva ligger i begrepet ”forpliktende”?

Når loven uttaler at samarbeidet skal være forpliktende, foreligger det et kvalifisert krav til det underliggende rettsforhold. Som nevnt foreligger det likevel uttalelser i forarbeidene hvor det fremgår uttrykkelig at det ikke er et vilkår at avtalen inneholder sanksjoner for at den skal være ”forpliktende” i lovens forstand. Det er likevel mindre naturlig å betegne avtaler uten sanksjoner ved mislighold som særlig forpliktende. En viktig problemstilling er å se nærmere på hva vilkåret om ”forpliktende” inneholder.

En forpliktelse kan være av faktisk, moralsk eller juridisk art. Forarbeidene presiserer ikke hvilket av alternativene som ligger bak ordlyden. Hvis man i følge forarbeidene³⁴ må bygge på en underliggende avtale, kan en helhetlig tolkning tale for at forarbeidene forbeholder lovens ordlyd til forpliktelser av rettslig art.

³⁴ NOU 1996:2 pkt. 9.3.7.

Når man skal ta stilling til et konsolideringsspørsmål, er det naturligvis avtalen i det enkelte tilfelle som er gjenstand for vurdering. Hvorvidt avtalen inneholder rettslige forpliktelser må bero på en konkret tolkning av de relevante rettslige omstendigheter. Likevel er det ikke slik i norsk kontraktsrett at partene kun er bundet av det de har vedtatt uttrykkelig. Derfor bør spørsmålet om avtalen inneholder en forpliktelse antakelig nyanseres før det drøftes; Skyldes manglende sanksjoner at man ikke har inntatt slike i selve avtaledokumentet, eller at man overhode ikke har tatt stilling til slike spørsmål, vil man etter norsk avtale- og obligasjonsrett supplere avtalen etter reglene om utfyllende tolkning.³⁵ Derfor vil også avtaler som inngås under mer uformelle omstendigheter også kunne utløse nyanserte rettsfølger. Det kan for øvrig tenkes mange årsaker til at kontraktsbruddssanksjoner ikke er inntatt i avtaleteksten. En rettslig utfylling av en avtale vil medføre at den er juridisk forpliktende.

Kan avtalen forstås dit hen at det ikke skal gjelde sanksjoner ved kontraktsbrudd, er det mindre naturlig å betegne dette som et ”forpliktende samarbeid.” Det foreligger her en viss avstand mellom lovens ordlyd og forarbeidenes uttalte forutsetninger.³⁶

Det rettskildemessige utgangspunktet i et slikt tolkningsspørsmål er at det er den løsning som lovens ordlyd gir anvisning på som skal følges.³⁷ Problemstillingen i det følgende er om det likevel er tilstrekkelige holdepunkter for å konsolidere aksjonærer i avtaler som ikke er rettslig forpliktende. Denne problemstillingen behandles nærmere på grunnlag av takeover-direktivet, legalitetsprinsippet, lovens formål samt forvaltnings- og rettspraksis.

³⁵ Er partenes samarbeidsavtale regulert av andre rettsregler enn norsk bakgrunnsrett, vil dette kunne være annerledes. Man opererer ikke med samme tolkningsprinsipper i f.eks. engelsk kontraktsrett.

³⁶ Påpekt av Ramsland (2005) pkt. 4.3 og Bergo (2004) s. 70 flg.

³⁷ Eckhoff (2000) s. 83.

3.3 Harmonisering av rettskildefaktorene

3.3.1 Takeover-direktivet

Ved tolkning av norske lovbestemmelser må man ta høyde for Norges EØS-rettslige forpliktelser. Er det slik at man står overfor en norsk lovforståelse som kan avvike fra en folkerettslig forpliktelse, har Høyesterett ved flere anledninger lagt til grunn det tolkningsresultat som er i samsvar med folkeretten.³⁸ Spørsmålet i dette avsnittet er om konsolideringsbestemmelsen i takeover-direktivet har et bredere materielt innhold enn det som følger av vår egen lov om verdipapirhandel og eventuelt hva slags virkninger det får for fastleggingen av det materielle innholdet i norsk rett. Etter direktivets artikkel 3 (2) utgjør direktivets regler et minimum, dvs. at medlemsstatene som et minimum må oppfylle de minstekrav som følger av direktivet. På den andre siden vil ikke medlemsstaten være avskåret fra å praktisere regler som går lenger i å beskytte minoritetsaksjonærene. Direktivbestemmelsen om konsolidering på grunnlag av samarbeid, art. 2 (1) bokstav (d), har denne ordlyd: ”persons acting in concert.”³⁹ Legaldefinisjon i direktivet er som følger:

“«persons acting in concert» shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid.”

Etter ordlyden må det altså foreligge en avtale, jf. ”...basis of an agreement.” Forholdet mellom tilknytningskravet i norsk rett og direktivet er som nevnt også kommentert av departementet i Ot.prp. nr. 34 fra 2006 – 2007. Fra punkt 25.3.2 hitsettes:

³⁸ Denne problemstilling er inngående drøftet i Rt.2000.1811 ”Finanger”

³⁹ I den danske utgaven er dette oversatt til ”personer, der handler i forståelse med andre.” Når det foreligger en legaldefinisjon, må bestemmelsens innhold først og fremst hentes i denne. Men hovedvilkåret, ”people acting in concert,” trekker i retning av at samarbeidet ikke behøver å være forpliktende i alm. avtalerettslig forstand.

”Når det gjelder bestemmelsen i vphl. § 1-4 nr. 5 om konsolidering mellom aksjeeier og ”noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument”, foreslår utvalget ingen endring i gjeldende rett...

...

Etter departementets vurdering er vphl. § 1-4 nr. 5 i overensstemmelse med direktivet...”

Det er holdepunkter i direktivteksten som tilser at stilltiende avtaler omfattes av direktivets definisjon, jf. ”...either express or tactic.” Det sies likevel ikke noe om de tilfeller det benyttes avtaler uten sanksjoner. Spørsmålet er derfor hvordan direktivets bestemmelse forholder seg til sanksjonsfrie avtaler - og andre mer løse samarbeidsstrukturer. Er det slik at den også rommer løsere samarbeidsformer enn juridisk forpliktende avtaler, er man nær en harmoniseringssituasjon med den norske lovteksten. Dette vil kunne forsterke den rettslige argumentasjonen som taler for en videre forståelse av den norske lovteksten.⁴⁰ Ved fastlegging av innholdet i den folkerettslige regel følger det av internasjonale rettskildeprinsipper at man må ta utgangspunkt i direktivteksten.⁴¹ I denne sammenheng må oppmerksomheten ledes mot ”...cooperation...on basis of an agreement...” ”Agreement” tyder på at det i hvert fall må foreligge en avtale mellom partene. Det er også denne språkbruk som er anvendt i den danske oversettelse, jf. ”aftale.” Men hvis man leser bestemmelsen helhetlig fremgår det at man står overfor en avtale selv om den ikke er inngått på en uttrykkelig og formalisert måte jf. ”...either express or tactic, either oral or written.”

Det gjøres likevel ikke en reservasjon for uforpliktende avtaler. På den andre siden gjør de øvrige forbeholdene så mange unntak at det kan sies å være holdepunkter for at bindinger utenfor de sanksjonerbare avtaletilfellene omfattes. Det er også vanskelig å ta stilling til hva slags underliggende rettsforhold det i realiteten henvises til, ettersom et internasjonalt regelverk som takeover-direktivet må ta høyde for ulik nasjonal regulering av de avtalerettslige spørsmål. Det er i det hele tatt en rekke likhetstrekk med de egenskaper som

⁴⁰ Jf. Aban/Sinvest – saken i pkt. 8, hvor nemnden uttaler: ”Dette må anses som et relevant moment i den helhetsvurdering som må foretas ved tolkningen av gjeldende regler i verdipapirhandelloven.”

⁴¹ Jf. Wienkonvensjonen om traktatretten av 23. mai 1969 art. 31.

forarbeidene til verdipapirhandelloven tillegger vilkåret ”forpliktende samarbeid.” Dette taler for at direktivet må forstås dit hen at medlemsstatene er forpliktet til å utforme lovverk hvor man konsolideres på basis av avtaler som ikke nødvendigvis inneholder sanksjoner. Et eksempel på en slik gjennomføring er engelsk rett, hvor grunnlaget er ”...an agreement or understanding.”⁴² I den forutgående norske lovbestemmelse var kriteriet ”...i forståelse med.”

3.3.2 Legalitetsprinsippet

Presiserende eller innskrenkende tolkning av vilkår i materielle kompetansebestemmelser kan være i konflikt med legalitetsprinsippet. Prinsippet gjelder ikke ved tolkningen av lovteksten isolert sett, men får anvendelse når man står overfor spørsmålet om å foreta en utvidende tolkning av ordlyden basert på f.eks. forarbeidene. Et vedtak som pålegger tilbudsplikt vil være et forhold som omfattes av legalitetsprinsippets anvendelsesområde, hvilket forutsetter at vedkommende myndighet har hjemmel i en lov. I børsklagenemndens sak 2/92 ble følgende uttalt:

”At ordlyden har denne begrensning, må være et sentralt tolkningsmoment. *En tilbudsplikt kan – også hensett til muligheten for å selge seg ned – være meget tyngende for den som rammes.* Det må derfor foreligge sterke grunner for at regelen om tilbudsplikt skal kunne tolkes utvidende.” (Min utheving)

I tråd med materiell forvaltningsrett vil ikke uttalelser i forarbeidene i seg selv være et tilstrekkelig grunnlag for konsolidering. På den andre siden åpner forarbeidenes uttalelser klart for at lovens ordlyd skal ha et bredere innhold enn det som trolig kan forsvares ut ifra en naturlig språklig forståelse. Høyesterett har for øvrig foretatt en rekke utvidende lov-anvendelser på legalitetsprinsippets område. Når det gjelder adgangen til å foreta en slik forståelse av loven har man nyansert dette ettersom hvordan et slikt vedtak vil virke overfor den private part. Betenkelighetene ved å distansere seg til lovens ordlyd er større jo mer inngripende tiltak det dreier seg om. I dette tilfellet er det likevel ikke tale om å illegge

⁴² Definisjonen av ”Acting in concert” i “The City Code on Takeovers and Mergers.”

strafferettslige sanksjoner eller rettsfølger, hvilket svekker legalitetsprinsippets betydning noe.

3.3.3 Formålet bak reglene om tilbudsplikt

Kan man utlede forskjellige slutninger fra lovtekst og forarbeider, vil den forståelse som er i samsvar med bestemmelsens formål være et selvstendig harmoniseringsmoment. I denne sammenheng må man ta høyde for hensynene bak tilbudsplikt og de særlige hensyn bak bestemmelsen om konsolidering. Som nevnt i 1.2.2 er kontrollskiftesynspunktet en sentral del av årsaken til at man har regler om tilbudsplikt. Løse samarbeidsformer enn formaliserte aksjonæravtaler vil være mindre egnet til å utgjøre grunnlag for kontroll i selskapet. Også risikoen for en mer varig innlåsnings situasjon stiger med graden av forpliktelse. På den andre siden vil et krav til rettslig bindende avtaler øke risikoen for omgåelser av reglene betraktelig, hvilket trekker i retning av at bør kunne konsolidere parter utenfor de tilfeller hvor det foreligger formaliserte avtaler.

Videre kan også uforpliktende samarbeidsformer være egnet til å svekke aksjens likviditet fordi større poster er ”bundet opp” i diverse samarbeidsstrukturer. Mangler på sanksjoner står dessuten ikke i veien for at mindretallsaksjonærene går glipp av den kontrollpremien som utløses gjennom transaksjonen. Selv om mindretallsaksjonærenes fremtid i selskapet er uklar fordi kontrollen bygger på en samarbeidsavtale hvor partene kan trekke seg etter eget ønske, vil mange av de følger som gjør seg gjeldende i en slik samarbeidssituasjon likevel kunne sies å ha en uheldig effekt overfor dem. Dette kan tale for at verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 også får anvendelse selv hvor avtalen ikke er rettslig forpliktende.

3.4 Vedtak i Børsklagenemnda

3.4.1 Innledning

Spørsmålet om hva som skal til for at det foreligger et ”forpliktende samarbeid” har vært oppe til behandling hos kontrollmyndighetenes klageorgan, børsklagenemnda. I denne

sammenheng skal klagenemndas praksis først og fremst gjennomgås med tanke på tilknytningsgrunnlaget. Mange av de samme sakene belyser også viktige spørsmål i forhold til krav som stilles til samarbeidets innhold, jf. nærmere om dette i kapittel 4. I de tilfellene det foreligger en lovhjemmel for inngrep, kan forvaltningspraksis tillegges vekt som rettskilde der man skal klarlegge og avgrense bestemmelsens rekkevidde. Det kan ikke bare gjelde der det foreligger en omfattende og langvarig vedtakspraksis, men også der det treffes retningsgivende avgjørelser som bekjentgjøres og som borgerne innretter seg etter.⁴³ Årsaken til at disse egenskaper bør anses som sentrale momenter er at de bidrar til å skape likhet, forutberegnelighet og konsekvens på rettsområdet.⁴⁴

Ved fastleggingen av de vilkår som loven stiller til tilknytningsgrunnlag hos samarbeidende aksjonærer har børsklagenemnden i sin praksis lagt til grunn en varig lovforståelse som er i samsvar med forarbeidenes uttalelser og lovens formål. Det har med andre ord ikke vært ansett som et vilkår at samarbeidet må være juridisk forpliktende, jf. særlig sak 3/2002 (heretter ”Frontline Drilling-saken”), sak 1/2003 (heretter ”Orkla/Nordstjernen-saken”), sak 6/2006 (heretter ”Eastern Drilling-saken”), sak 7/2006 (heretter ”Aban/Sinvest-saken”) og sak 26. april 2007 (heretter ”Stavanger Aftenblad-saken”). Det var først og fremst i Orkla/Nordstjernen-saken at Børsklagenemnden kom med generelle merknader om hva som ligger i ”forpliktende samarbeid.”

3.4.2 Særskilt om Orkla/Nordstjernen-saken

Orkla/Nordstjernen-saken gjaldt konsolidering av selskapene Orkla ASA og Nordstjernen Holding AS på basis av felles eierskap i det børsnoterte selskapet Elkem ASA. I børsklagenemndas vedtak ble det lagt til grunn at vilkåret om ”forpliktende samarbeid” ikke kunne forstås dit hen at det måtte foreligge en rettslig forpliktelse. Også andre og mer løse avtalebindinger kunne utløse konsolidering av aksjonærene. Børsklagenemnden legger følgende

⁴³ Uttalt i Oslo tingretts dom i Eastern Drilling-saken pkt. 2.1.1

⁴⁴ Holgersen (1987) pkt. 2.2

lovforståelse til grunn i sin anvendelse av daværende § 1-4 nr. 5. Bemerkningene er illustrerende og bør gjengis i helhet:

”Børsklagenemnden vil generelt bemerke at det verken i forarbeidene for bestemmelsen, relevant forvaltningspraksis eller rettsteori er gitt annet enn svært generelle drøftelser av hva som må være å anse som ”forpliktende samarbeid” i lovens forstand. I vedtaket av 18. desember 2002 har børsstyret gitt en oversikt over lovforarbeider, forvaltningspraksis og teori knyttet til fortolkningen av begrepet og Børsklagenemnden viser til disse. Børsklagenemnden mener man ved fortolkningen i stor grad er henvist til å ta utgangspunkt i det som er formålet med konsolideringsplikten for ”nærstående”, nemlig å regulere situasjoner der flere rettssubjekter har kontroll i et selskap på en slik måte at de reelt må anses å opptre som en enkelt eier. Andre aksjonærer i selskapet vil i slike situasjoner kunne bli svært dårlig stillet, særlig med hensyn til kursutviklingen på egne aksjer.

Der det i en slik situasjon foreligger en formell avtale mellom flere eiere eller aktører i et selskap knyttet til styringen av selskapet, er det utvilsomt at avtalepartene er å anse som ”nærstående” i lovens forstand. Vektige momenter taler imidlertid for at vphl. § 1-4 nr. 5 har et bredere virkeområde enn de formaliserte avtalsituasjonene. I forarbeidene brukes uttrykket ”stilltiende avtale”. Når det samtidig presiseres at det ikke forutsettes sanksjonsadgang, legger nemnden til grunn at man ikke har ment å kreve en avtale i streng juridisk forstand. Følgelig medfører ikke kravet om ”forpliktende samarbeid” at det må foreligge en rettslig forpliktelse.

Dette synspunktet må ikke minst ha vekt på bakgrunn av at den gjeldende bestemmelsen om konsolidering ble ansett av lovgiver å være en direkte videreføring av bestemmelsen i § 5A, andre ledd i verdipapirloven av 1985, jf. NOU 1996:2 s. 114 – 115 og Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 71. I 1985-loven var nærstående angitt som rettssubjekter som ”opptrer i forståelse med” hverandre. Under 1985-loven var det således utvilsomt at loven hadde virkning utenfor avtaleregulerte situasjoner. Nemnden legger da til grunn at rettstilstanden på dette området ikke er blitt endret.

Verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5 pålegger således overvåkningsorganet å foreta en skjønnsmessig vurdering av om det foreligger et ”forpliktende samarbeid” i lovens forstand. Kontrollinstansen stilles ikke fritt i sin vurdering – det dreier seg om et lovbundet skjønn der det første spørsmålet vil være å fastslå de forholdene som kan tillegges relevans. Dernest må det tas stilling til om de relevante momentene enkeltvis eller samlet skaper en situasjon som i lovens forstand kan karakteriseres som et ”forpliktende samarbeid.” (Min utheving)

Oppsummert gir Orkla/Nordstjernen uttrykk for en lovforståelse som følger de føringer som gis i forarbeidene, med utgangspunkt i lovens formål. I ”forpliktende samarbeid” ligger det ikke et vilkår om en rettslig forpliktende avtale med sanksjoner, men en mer skjønnsmessig vurdering av øvrige forhold enn rettslig forpliktende avtaler.

3.5 Rettspraksis

Dommen fra Oslo tingrett i Eastern Drilling-saken tar også stilling til spørsmålet om hva slags tilknytningsforhold som må ligge til grunn for å konsolidere samarbeidende aksjonærer. Tingrettens drøftelse av dette spørsmålet skjedde som ledd i behandlingen av ugyldighetssøksmålet mot børsklagenemndens vedtak i Eastern Drilling-saken. Tingretten stadfestet her børsklagenemndens vedtak om å konsolidere Seadrill Limited med Carnegie ASA vedrørende erverv av aksjer i Eastern Drilling ASA. Det forelå ikke uttrykkelige reguleringer av partenes opptreden i selskapet hvor de begge eide aksjer. De konsoliderte parter hadde inngått en såkalt Total-Return-Swap avtale (trs-avtale).

Kort fortalt har en trs-avtale følgende innhold: En investor som ønsker å eksponere seg mot kursutviklingen i et selskap kan selvsagt gjøre dette ved å handle aksjer i selskapet. Det tilbys også produkter hvor man kan ta del i kursutviklingen uten å bli eier av aksjen. En slik investering er en trs-avtale. Dette kan gjøres ved at man med utgangspunkt i en datert kurs inngår et veddemål med en kontraktmotspart, gjerne et meglerhus. Veddemålet relaterer seg til kursutviklingen i en nærmere fastsatt periode, hvor man ved avtalens utløp foretar et rent finansielt oppgjør uten at det underliggende verdipapir skifter eier.

Kontraktmotsparten vil normalt sikre seg mot det tap som oppstår hvis trs-avtalen blir en gunstig investering for investoren. Kjøper kontraktmotsparten aksjer i selskapet, vil man ved trs-avtalens utløp enten overføre aksjene til investoren eller selge dem og foreta et rent finansielt oppgjør. I den perioden trs-avtalen er gjeldende vil det normalt ikke utløses stemmerett for aksjene. Har kontraktmotsparten sikret seg slik, vil investorens relative innflytelse øke i selskapet ettersom kontraktmotspartens aksjer er parkert.

Kontraktmotsparten, i dette tilfellet meglerhuset Carnegie, var ikke forpliktet i trs-avtalen til å erverve sikringsaksjer. Det ble i stedet lagt til grunn av både børsens organer og av Oslo tingrett at aksjonærenes erfaring som aktører i finansmarkedet tilsa at man var underforstått med hverandres handlingsmønster, og at det således forelå en stilltiende

avtale. Dette utgjorde et tilstrekkelig samarbeidsgrunnlag.⁴⁵ Partene var ikke rettslig forpliktet til å erverve aksjer, derfor var det heller ikke grunnlag for sanksjoner ved mislighold. Dette var etter rettens oppfatning ikke til hinder for at samarbeidet kunne anses som ”forpliktende.” Rettens avgjørelse representerer en ny rettskildefaktor i løsningen av et tolkningsspørsmål som ellers har vært praktisert utenfor rettsapparatet. Selv om saken kun er behandlet i første instans, bør lovforståelsen som legges til grunn tillegges til dels høy vekt.

3.6 Synspunkter hentet fra juridisk teori

Når det gjelder den juridiske teori på området synes oppfatningene å være delte, både med hensyn til begrunnelse og konklusjon. Bergo stiller seg kritisk til kontrollmyndighetenes praktisering av bestemmelsen, og hevder blant annet at denne praksis utvanner lovens vilkår til nærmest å være en fiksjon.⁴⁶ Ramsland er på den andre siden villig til å tolke konsolideringshjemmelen dit hen at også sanksjonsfrie avtaler og annen uforpliktende atferd omfattes, og baserer sine synspunkter på en rekke av de nevnte avgjørelser fra børsklagenemnda, regelens formål samt de nevnte uttalelsene i forarbeidene.⁴⁷

3.7 Oppsummering

Avgjørelsen fra Oslo tingrett i Eastern Drilling-saken taler for at forarbeidene og lovens formål skal tillegges avgjørende vekt i fastlegging av gjeldende rett. Ensartet praksis fra kontrollmyndighetene vil som nevnt også kunne ha betydning ved tolkningen av lovens konsolideringsbestemmelse. Slikt sett fremstår børsklagenemndas praksis som en relativt

⁴⁵ Jf. dommens pkt. 2.2 litra e)

⁴⁶ Bergo (2004) s. 73.

⁴⁷ Ramsland (2005)

sentrale kilde; den er varig og ensartet gjennom flere saker fra de siste år. Den synes også å være i tråd med praksis etter likelydende konsolideringsbestemmelser i øvrig lovgivning.⁴⁸

I forbindelse med Oslo Tingretts behandling av vedtaket i Eastern Drilling-saken var det heller ikke anført fra saksøkerens side at børsklagenemndas vedtak var ugyldig på grunn av manglende lovhjemmel vedrørende tilknytningsgrunnlaget. Samarbeidet i saken var som kjent ikke rettslig forpliktende. Konklusjonen her må derfor bli at det trolig ikke eksisterer holdepunkter for å forbeholde konsolidering basert på aksjonærsamarbeid til de tilfeller det foreligger en formalisert avtale som i tillegg inneholder rettslige sanksjoner. Spørsmålet i det følgende er hva slags øvrige samarbeidsgrunnlag som vil kunne utløse konsolidering.

3.8 Momenter i konsolideringsvurderingen

3.8.1 Utgangspunktet for vurderingen

Ettersom det er holdepunkter for å konsolidere aksjonærer utenfor de sanksjonerbare og juridisk forpliktende avtaler, blir spørsmålet i det følgende hvor man skal trekke grensen mellom konsolideringstilfellene og andre former for interessefelleskap som ikke utløser tilbudsplikt. I børsklagenemndens sak 2/2003 om konsolidering av Orkla ASA og Nordstjernen Holding AS ble det lagt til grunn at ”forpliktende samarbeid” var et lovbundet skjønn, sammensatt av ulike momenter:

”Verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5 pålegger således overvåkningsorganet å foreta *en skjønnsmessig vurdering* av om det foreligger et ”forpliktende samarbeid” i lovens forstand. *Kontrollinstansen stilles ikke fritt i sin vurdering – det dreier seg om et lovbundet skjønn der det første spørsmålet vil være å fastslå de forholdene som kan tillegges relevans. Derneft må det tas stilling til om de relevante momentene enkeltvis eller samlet skaper en situasjon som i lovens forstand kan karakteriseres som et ”forpliktende samarbeid.”* (Min utheving)

⁴⁸ Jf. særlig Finansdepartementets vedtak av 25. juni 1997 om konsolidering av aksjonærer i Storebrand ASA etter reglene i finansieringsvirksomhetsloven.

Isolert sett var ikke hvert enkelt moment nok til å utgjøre et ”forpliktende samarbeid;” det var den samlede virkning som utgjorde et tilstrekkelig tilknytningsgrunnlag. Det foreligger ikke uttalelser i avgjørelsen som tyder på at listen over relevante momenter etter dette skal anses som uttømmende. Det er derfor vanskelig å si noe generelt om hva slags øvrige forhold som kan legge til grunn som relevante i denne vurderingen. Hvorledes man skal vurdere deres vekt gis det heller ikke noen generelle retningslinjer på. I tråd med formålet bak reglene om tilbudsplikt er det avgjørende at samarbeidsforholdet er egnet til å skape slike bindinger at hensynene bak reglene om tilbudsplikt aktualiseres. Det må foreligge forhold som tilsier at de ulike aksjonærene opptrer som en enkelt eier.⁴⁹

I Orkla/Nordstjernen-saken utgjorde de forhold som ble lagt til grunn ”klart” et slikt samarbeid. I forhold til senere saker kan man til en viss grad slutte fra denne avgjørelsen hvor konsolideringskriteriet ligger.

At aksjonærene tilfeldigvis deler synet på driften av selskapet, er ikke tilstrekkelig til at det foreligger et samarbeid. I vilkåret ”samarbeid” ligger det trolig et krav om at partenes adferd er motivert ut fra ønsket om å ivareta motpartens interesser eller ønsker.⁵⁰ Det er altså et utgangspunkt at det kreves særlige holdepunkter utover enhetlig atferd. I følge forarbeidene og praksis må det som et minimum foreligge en stilltiende avtale i form av en felles forståelse. I øvrige tilfeller enn de formaliserte avtaler må dette bero på en konkret vurdering av sakens forhold. Som et grunnleggende prinsipp uttaler Børsklagenemnden i sak 2/92 følgende:

”Etter loven er det ikke nok for konsolidering at det må forventes at den ene part ikke vil opptre i strid med den annen eller - positivt - at han vil opptre i overensstemmelse med denne.” (Min utheving)

I de følgende avsnittene drøftes de momenter som har vært ansett som relevante. Dette er forhold som Børsklagenemnden og Finansdepartementet har lagt vekt på i sin praksis.

⁴⁹ Oslo Tingretts dom i Eastern Drilling-saken, pkt. 2.1.1 (side 24).

⁵⁰ Ramsland (2005) pkt. 5.1.

3.8.2 Lån til erverv av finansielle instrumenter

Dersom det foreligger låneforhold mellom selskap eller personer som er aksjeeiere i samme selskap, kan dette være en binding som kan medføre en koordinering av utøvelsen av aksjonærrettighetene i selskapet. Bindingen kan være av faktisk eller juridisk art, f.eks. gjennom en felles forståelse av opptreden på generalforsamling eller gjennom en klausul i låneavtalen. Dette vil måtte vurderes konkret. Hvor mye et slikt låneforhold skal vektlegges, vil kunne avhenge av hvilken grad det er samsvar mellom lånets størrelse og prisen som ble betalt ved ervervet av aksjer.⁵¹ Et annet moment kan være hvorvidt lånet er i samsvar med virksomhetsformålet til aksjonæren.

Et eksempel på konsolidering i et slikt tilfelle er den såkalte Forenede-saken⁵² hvor en rekke av aksjonærene i Forenede-Gruppen AS ble konsolidert med Kinnevik AB. Spørsmålet i saken var om partene i låneavtalen skulle konsolideres etter reglene om stemmerettsbegrensninger i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6. Det ble lagt til grunn at aksjene var fullt ut finansiert av en aksjonær, Kinnevik, hvilket Det Kongelige Finans- og Tolldepartement (nå Finansdepartementet) vurderte slik:

”Det må etter de opplysninger og vurderinger Kredittilsynet her gir uttrykk for her være grunnlag for å fastslå at Norfonds aksjer i Forenede i *realiteten må sies å være fullt ut finansiert av Kinnevik* som også initierte kjøpet og dessuten vil kunne påvirke videresalg av aksjene. Dette er etter departementets oppfatning et moment *som i sterk grad* taler for at det foreligger et samarbeid som rammes av konsolideringsbestemmelsen i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 første ledd jf. annet ledd.” (Min utheving)

Et annet nærliggende spørsmål er om man skal tillegge panterett i aksjer selvstendig rettslig betydning. En panterett styrker bindingen mellom kreditor og debtors beheftede panteobjekt ved at kreditten sikres i aksjene, men den gir ikke utvidet innflytelse over aksjonærens organisatoriske rettigheter i selskapet. Panteretten vil være egnet til å beskytte

⁵¹ Ramsland (2005) pkt. 5.4.

⁵² Vedtak av 25. juni 1990 (Forenede – gruppen A/S)

kreditor (aksjonæren) mot at andre får adgang til aksjene og kan derfor være et forsterkende element i vurderingen av om det foreligger et ”forpliktende samarbeid.”

3.8.3 Eierskap i annen aksjonær

Et eierskap av en viss størrelse hos en annen aksjonær kan i seg selv være egnet til å skape nærstående relasjoner. I konsernforhold vil konsolidering kunne hjemles direkte i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 3 eller 4. Et aksjeselskap er et morselskap hvis det på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har bestemmende innflytelse over et annet selskap, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 (2). ”Bestemmende innflytelse” foreligger når morselskapet eier så mange aksjer eller andeler i et annet selskap at de representerer flertallet av stemmene i det andre selskapet, eller har rett til å velge eller avsette et flertall av medlemmene i det andre selskapets styre.⁵³

I forhold til verdipapirhandelloven § 2-5 alternativ 5 om ”forpliktende samarbeid” har også eierskap som ikke utgjør et konsern vært av betydning. I Orkla/Nordstjernen var det en konsern*lignende* struktur mellom de konsoliderte parter. Børsklagenemnden la til grunn at:

”...en så vidt stor eierposisjon i et selskap i seg selv er et moment av relevans ved vurderingen av om et ”forpliktende samarbeid” kan sies å foreligge mellom to selskaper.” (Min utheving)

Det samme argumentet har vært fremhevet i forbindelse med praksis knyttet til finansieringsvirksomhetsloven. I Storebrand-saken⁵⁴ ble det etter Finansdepartementets subsidiære vurdering også funnet grunnlag for å konsolidere Kjell Inge Røkkes heleide selskaper med Aker RGI hvor Røkke hadde en dominerende post. Saken gjaldt konsolidering etter reglene om eier- og stemmerettsbegrensninger i finansieringsvirksomhetsloven. At det ikke forelå noe eierskap mellom aksjonærene ble også trukket frem som

⁵³ I Storebrand-saken ble det lagt til grunn at ”bestemmende innflytelse” også omfattet faktisk bestemmende innflytelse. Denne lovforståelse kan neppe opprettholdes i dagens aksjelovgivning, jf. Andenæs (2006) s. 34.

⁵⁴ Vedtak av 29. mai 1997 (Storebrand ASA)

et moment i mot tilbudsplikt på konsolidert grunnlag i børsklagenemndens sak 3/2002 ”Frontline Drilling.”

”CSFB og Riverstone eide fra først av 25 % av FDR. De er *to separate* investeringsfond, og *har intet eiermessig felleskap eller annen forbindelse.*” (Min utheving)

Argumentet om betydelig eierskap synes likevel ikke å være tilstrekkelig i seg selv til å begrunne et ”forpliktende samarbeid.” Dette ble uttalt direkte i Orkla/Nordstjernen – saken:

”Isolert sett er imidlertid en betydelig eierposisjon *i seg selv ikke tilstrekkelig* til å fastslå et ”forpliktende samarbeid.” (Min utheving)

3.8.4 Bruk av opsjoner eller kursgarantier

Børsmyndighetene har i sin praksis tatt stilling til konsolidering på basis av salgs- og kjøpsopsjoner mellom aksjonærer. En opsjon er en ensidig rettighets- eller forpliktelsesposisjon for den enkelte part i opsjonsavtalen. Kjøpsopsjoner gir i sin enkleste form kjøper/innhaver en ensidig rett til å kjøpe et underliggende instrument fra selger/utsteder til en fastsatt kurs på et angitt tidsrom. En salgsopsjon gir derimot innhaver/kjøper rett til å selge underliggende instrumenter til en fastsatt kurs.⁵⁵

Opsjonsavtaler kan være egnet til å koordinere bruk av stemmene i selskapet. Ved børsstyrets avgjørelse den 25.06.03 i sak Havila Supply ASA–Groupe Bourbon ASA anså børsstyret at vilkårene for konsolidering var til stede på grunnlag av aksjeopsjoner. Bourbon eide 39,6 % av aksjene i Havila og Borgstein Supply Invest AS eide 11,4 %. Bourbon og Borgstein inngikk en avtale der Bourbon fikk kjøpsopsjon på Borgsteins aksjer og Borgstein samtidig fikk salgsopsjon på de samme aksjene i forhold til Bourbon. Fra saken hitsettes videre:

⁵⁵ Bergo (2004) s. 41.

”Opsjonsavtalene i nærværende sak inneholder *ingen uttrykte bindinger* for bruk av rettigheter i Havila, men innebærer at Groupe Bourbon har overtatt Borgsteins *økonomiske risiko og potensielle gevinst* knyttet til aksjen. Realiteten av dette synes understreket ved at utøvelseskursen er basert på prisen på Groupe Bourbons siste erverv tillagt Borgsteins faktiske finansieringskostnader. Det er....svært stor grad av sannsynlighet for at opsjonsavtalene faktisk fører til at aksjene blir solgt til Groupe Bourbon i 2006. Borgstein har *således begrenset om noen egeninteresse knyttet til sitt aksjeeier*. I den utstrekning kontroversielle spørsmål skulle være tema på generalforsamling eller i styret, *vil typisk slik mangel på egeninteresse kunne erstattes av lojalitet til den som faktisk har kursrisikoen og som i praksis finansierer aksjene*. At opsjonsavtalene går over så lang tid som tre år, hvilket er høyst uvanlig, og at de er uomsettelige, taler for at det eksisterer slike lojalitetsbånd.

Opsjonsavtalene er inngått i en situasjon hvor Groupe Bourbon har konkurrert med Havila AS om kontrollen i selskapet, og *hvor avtalen synes å øke Groupe Bourbons kontroll på en slik måte at det for minoritetsaksjonærene oppleves som et kontrollskifte som tilbudspliktreglene nettopp er ment å ivareta*. Borgsteins aksjepost synes å være nøkkelen til kontrollen i selskapet. *Gjennom opsjonsavtalen sikrer Groupe Bourbon seg aksjene i 2006 og forhindrer at Borgstein selger aksjene til andre.*” (Min utheving)

I Stavanger Aftenblad-saken ble det vurdert om en salgsopsjon kunne utgjøre grunnlag for konsolidering. I saken ble disposisjoner fra Schibsted ASA, Kaupthing ASA og Montrica Investment Management LLP vurdert i forhold til tilbudsplikt i Stavanger Aftenblad ASA. Børstyret kom til at det ikke var grunnlag for å konsolidere Montrica og Schibsted, bla. med den begrunnelse at både investeringen og opsjonen var forretningsmessig begrunnet samt at rettighetshaver i dette tilfellet kunne disponere fritt over aksjene:

”Oslo Børs har *ikke* opplysninger som tilsier at det foreligger noe forretningsmessig forhold mellom Schibsted og Montrica *utover* at partenes opsjonsavtale. *Montrica står fritt til å disponere over aksjene i salgsopsjonens løpetid. Det betyr at Montrica kan stemme for, behefte og avhende aksjene.*” (Min utheving)

Bruk av opsjoner eller kursgarantier har også blitt vektlagt i praksis etter finansieringsvirksomhetsloven. I Forenede-saken ble det på generelt grunnlag uttalt at slike finansielle forbindelser medfører at det er urimelig å anta at aksjonærrettighetene utøves på fritt grunnlag.

3.8.5 Deltakelse i aksjonærens styre eller andre ledende organer

Er aksjonæren representert med styremedlemmer hos en annen aksjonær, kan dette gi grunnlag for innflytelse i aksjonærens bruk av rettigheter som eier av finansielt instrument. Slik deltakelse kan skje med og uten slik eierskap som nevnt i 3.8.3. Foreligger begge deler, vil dette styrke tilknytningsforholdet mellom aksjonærene.

I Orkla/Nordstjernen–avgjørelsen var to av i alt syv styremedlemmer hos Nordstjernen utpekt av Orkla.

Dessuten stod Orkla ASA for den daglige forretningsførsel av Nordstjernen Holding AS. Videre utøvde investeringssjefen i Orkla ASA rollen som daglig leder. Dette ble lagt til grunn som et relevant moment i retning av et ”forpliktende samarbeid.”

3.8.6 Tidligere ansettelsesforhold og/eller personlig vennskap

Har innehaver av sentrale verv hatt tidligere ansettelsesforhold hos andre aksjonærer, kan dette skape interessefelleskap som kan tale for konsolidering. I Orkla/Nordstjernen–saken var styremedlemmet til DnB, som også var aksjonær i Nordstjernen, tidligere ansatt som konsernsjef i Orkla. Gjennom sine 21 år i denne stilling var det derfor:

”...sannsynlig at han i sine vurderinger også ser hen til de interessene som Orkla måtte ha i forhold til Nordstjernen . I hvert fall i den grad disse interessene ikke står i strid med DnBs interesser. *Den indirekte påvirkning Orkla således kan tenkes å utøve gjennom Heyerdahl er etter nemndens vurdering også et relevant moment ved vurderingen av om det foreligger et ”forpliktende samarbeid”* I seg selv kan imidlertid heller ikke dette sies å være tilstrekkelig.” (Min utheving)

Når man åpner opp for at slike personlige relasjoner kan være en relevant faktor, kan man også spørre seg om personlig vennskap i seg selv er et relevant moment. Spørsmålet blir aktuelt der to aksjonærer kjenner hverandre eller hvor det foreligger bekjentskap mellom to eller flere personer i ledende posisjoner hos aksjonærene. Slike bindinger vil på samme måte som i Orkla/Nordstjernen–saken være egnet til å koordinere handlingsmønsteret.

Ut i fra utformingen av verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 1 til og med 4 kan mye tale for at lovgiver har ønsket å sette grensen ved ektefelle/samboer/mindreårige barn. Dette kan tale i mot at personlig vennskap eller øvrige personlige bindinger skal være et relevant moment. På den andre siden har ikke alternativ nr. 3 vært til hinder for at børsklagenemnden har vektlagt krysseierskap. Har man en privat interesse i å utføre sine aksjonærrettigheter i harmoni med sine bekjente aksjonærer foreligger det forhold som er egnet til å oppfatte aksjonærene som nærstående. I tråd med børsens praksis kan man derfor ikke se bort fra at denne type personlige relasjoner vil kunne utgjøre et relevant moment i helhetsvurderingen av ”forpliktende samarbeid.” Etter min oppfatning vil dette momentet styrkes vesentlig hvis det tidligere har vært formaliserte investeringsavtaler mellom aksjonærene i selskapet eller at aksjonærene fremdeles har slike avtaler i andre selskaper.

3.8.7 Partenes tidligere handlingsmønster

Partenes stemmehistorikk kan være et viktig bevismoment som er godt egnet til å belyse faktiske forhold i konsolideringsvurderingen. I Orkla/Nordstjernen-saken ble partenes tidligere handlingsmønster også lagt til grunn som et moment i helhetsvurderingen av om det forelå et ”forpliktende samarbeid.” Her uttalte børstyret:

”Børstyret peker også på at etter hva børsen har forstått *har det ikke noen gang vært avvik mellom Nordstjernens og Orklas stemmegivning på generalforsamlinger* i selskaper hvor begge har eiet aksjer.”

Momentet kan på denne bakgrunn anerkjennes som relevant. Det bør kunne legges vekt på stemmegivningshistorikk i både det aktuelle målselskapet og andre selskaper hvor partene er eller har vært aksjonærer, jf. børsstyrets uttalelse. Det bør videre være relevant i begge retninger; Viser handlingsmønsteret en konsekvent ulik utnyttelse av stemmeretten, bør dette tale imot at partene konsolideres.

Det har vært reist spørsmål om hvor stor vekt man skal legge på et dette momentet.⁵⁶ Argumentet her har vært at ved å anerkjenne aksjonærenes historikk som et relevant moment vil man komme i skade for å konsolidere aksjonærer på grunnlag av det som i realiteten kun er selskaps- eller forretningsmessige foretrukne disposisjoner. Dette kan medføre at aksjonærer avstår fra å stemme etter sin egen overbevisning i fare for å bli konsolidert med likesinnede. Til dette kan det innvendes at man vil neppe konsolidere aksjonærene utelukkende på et slikt grunnlag, jf. prinsippet om en konkret helhetsvurdering i Orkla/Nordstjernen. Det vil kunne være et viktig tilleggsmoment i forlengelsen av de øvrige relevante forhold. Dette passer godt med utgangspunktet for vurderingen etter konsolideringsbestemmelsen, hvor det altså ikke skal være nok for konsolidering at det rent faktisk må forventes at den ene part ikke vil opptre i strid med den annen eller - positivt - at han vil opptre i overensstemmelse med denne.

3.9 Særlig om bruk av fullmakt

I Orkla/Nordstjernen ble bruk av fullmakt ansett som et relevant moment i vurderingen av hvorvidt det forelå et ”forpliktende samarbeid.” I dette konkrete tilfellet var det et relevant moment at Nordstjernens representant på generalforsamling i Elkem var konsernsjef i DnB. Om dette uttales følgende:

”Aaser behøver ikke å forhåndskonsultere styret i Nordstjernen ved bruken av sin stemmerett. At Orkla er med på å gi en person fra aksjonæren med lavest eierandel i Nordstjernen en så vid fullmakt indikerer at det foreligger en forståelse mellom partene.”

Fullmakt hos aksjonærer kan også kunne skape konsolideringsproblemstillinger utenfor de konstruksjoner som forelå i Orkla/Nordstjernen-saken. Fullmakt er en praktisk måte for en aksjonær til å avgi generalforsamlingsstemme uten å møte opp selv. I praksis varierer det hvordan en aksjonærfullmakt er utformet. I tråd med alminnelige avtalerettslige regler kan fullmaktsgiver instruere fullmektigen om hvordan fullmakten skal utøves – også ned til den

⁵⁶ Ramsland (2005) pkt. 5.5.

siste detalj. En slik fullmakt vil forplikte fullmektigen til å utføre de instruksjoner som fullmaktsgiver har gitt ham; noen innflytelse over stemmeretten har han ikke. I en slik situasjon foreligger det ikke noe "samarbeid" om bruken av aksjonærrettighetene – samarbeidet har kun en praktisk funksjon; Å gi uttrykk for fullmaktgivers vilje.

Det kan òg tenkes at fullmektigen utstyres med en fullmakt som gir ham stemmerett etter hans diskresjonære skjønn. Eier fullmektigen selv aksjer, kan det ikke utelukkes at man må anse partene som nærstående. På den måten vil aksjonæren få tilgang til kontroll over et større antall stemmer enn det han selv har gjennom sitt aksjeeierskap, på basis av en avtale om bruk av rettighetene som eier av aksjer. I forhold til verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 kan følgende egenskaper ved fullmaktsforholdet være av særskilt interesse:

For det første tilsier den ensidige instruksjonsmyndigheten og den absolutte oppsigelsesadgangen i allmennaksjeloven § 5-2 at avtalen ikke kan sies å være særlig forpliktende. Videre taler presumpsjonen i allmennaksjeloven § 5-2 (2) annet pkt. om at fullmakten kun gjelder for førstkommende generalforsamling at avtaleforholdet ikke har de egenskaper som kreves, jf. punkt 4.3 med hensyn til varighet og utstrekning. Konsolideringspraksis etter finansieringsvirksomhetsloven trekker også i retning av at fullmaktsforholdet må foreligge over en viss tid, jf. en generell uttalelse i den såkalte Forenede-saken, pkt. 3:

"Dersom sentrale aksjonærrettigheter som stemmerett og fri disposisjonsrett over en viss tid overlates til andre og dette danner grupperelasjoner eller bidrar til å opprettholde slike konstellasjoners innflytelse over aksjeposter til flere aksjonærer, vil man ut fra dette stå overfor forhold som rammes av hovedregelen i § 2-6."
(Min utheving)

På den andre siden vil i hvert fall en blankofullmakt kunne være en indikasjon på at det foreligger et mer forpliktende avtaleforhold mellom fullmaktsgiver og fullmektig. Det kan også tenkes at det i visse situasjoner vil være grunnlag for å konsolidere selv om fullmakten kun gjelder i begrenset tid, f.eks. i en oppkjøpssituasjon. I en slik situasjon vil selv en kortsiktig fullmakt kunne få avgjørende betydning for selskapets fremtid, se nærmere om dette i pkt. 4.3.

I forbindelse med utformingen av hhv. lov om finansforetak og verdipapirhandelloven har lovgiver trukket frem eksempler på nærstående hvor det antas å kunne vedtas konsolidering. I NOU: 1998: 14 behandler Banklovkommisjonen tilknytningene mellom en virksomhet og dens *pensjonskasse* som eier aksjer i samme selskap i relasjon til *eierbegrensningsreglene* i finansieringsvirksomhetsloven. Her heter det følgende:

”Kommisjonen foreslår for øvrig å presisere at konsolideringsreglene også gjelder pensjonskasse knyttet til eierens virksomhet eller, hvis eieren er pensjonskasse, det foretak eller den kommune den gjelder for.”

Forarbeidenes uttalelse trekker i retning av at nærheten mellom en pensjonskasse og selskapet i seg selv er tilstrekkelig til at det kan vedtas konsolidering.⁵⁷

Et *verdipapirfond* skal forvaltes av et *fondsforvaltningsselskap* jf. lov om verdipapirfond § 1-2. Fondsforvaltningsselskapet vil kunne forvalte flere fond. Andelseierne i verdipapirfondet har ingen aksjonærmessig innflytelse over selskaper de gjennom fondet er eiere i, denne rettigheten tilkommer forvalterselskapet. Gjennom myndigheten til fondsforvaltningsselskapet vil aksjonærrettighetene til de forvaltede verdipapirfondene kunne samles på en hånd, og således opptre koordinert. I NOU: 1996:2 kapittel 7.3.3 er det lagt til grunn at man normalt konsoliderer verdipapirfond med fondets forvaltningsselskap i relasjon til reglene om *flagging*:

”Normalt må forvaltningsselskapet vurdere flaggingsplikten iht. summen av aksjer i de fond selskapet forvalter, jf. konsolideringsreglene. Utvalgets forståelse på dette punktet er i samsvar med Oslo Børs' praksis.”⁵⁸

Et unntak må antakelig gjøres for aksjer som eies av selskap i samme konsern som forvalterselskapet til fondet. Mellom slike selskaper skal det foreligge informasjonssperre mellom finanskonsernets egenforvaltning og dets forvaltning på vegne av andre.⁵⁹

⁵⁷ I den juridiske teori er det likevel tatt til ordet for at konsolidering i forhold til reglene om flaggeplikt bør forutsette at stemmeretten for aksjene som eies av pensjonskassen i praksis styres av selskapet, jf. Degré (1999) s. 243.

⁵⁸ I Morgan – Grenfell saken ble dette lagt til grunn som gjeldende rett, se Oslo Børs, Vedtak og uttalelser, Materiale fra Børsrettsdagene 1997 pkt. 5.0 s. 55.

⁵⁹ Uttalt på generelt grunnlag i Morgan – Grenfell saken. Slike sperre kalles ”Chinese walls.” Løsningen kan bli annerledes hvis disse sperrene ikke overholdes i praksis jf. saken.

En aksjonær kan også overlate til et verdipapirforetak å kjøpe og eller selge aksjer jf. vphl. § 2-1 nr. 4 (såkalt *aktiv forvaltning*).⁶⁰ Hvis flere aksjonærer i tillegg overlater de organisatoriske beføyelsene til slik forvaltning, evt. selskapet som driver aktiv forvaltning erverver aksjer i samme selskap, oppstår spørsmålet om det skal konsolideres. Dette vil i utgangspunktet kunne være tilfelle hvor forvalteren utstyres med blanko–fullmakt, jf. pkt. 3.9.

⁶⁰ Oslo Børs har i et brev av 9. september 1997 lagt til grunn at slik fullmakt fra flere aksjonærer i seg selv ikke utløser konsolidering. (Inntatt i Vedtak og Uttalelser, Kursmateriale til Børsrettsdagene 1998)

4 Lovens krav til samarbeidets karakter

4.1 Innledning

Jeg behandler i det følgende de nærmere konsolideringsvilkår vedrørende samarbeidets gjenstand (pkt. 4.2) og grad (pkt. 4.3). Deretter ses det nærmere på det særlige tilfellet at samarbeidet er til hinder for en tredjemanns forsøk på å erverve målselskapet (pkt. 4.4) og hvor samarbeidet kan sies å være i selskapets egen interesse (pkt. 4.5).

4.2 Samarbeidets gjenstand

Det forpliktende samarbeidet må ha visse egenskaper, jf. ”...når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.” Problemstillingen i det følgende er å gjøre rede når et samarbeidsforhold omfattes av denne bestemmelsen. I det følgende vil regelens innhold utredes på basis av de rettskilder som er tilgjengelige. ”Bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres” er ganske generelt, og rommer i utgangspunktet en rekke tilfeller.⁶¹

Dette vilkåret bygger videre på kravet om ”forpliktende samarbeid” og gir anvisning på hva slags type samarbeid som vil utløse konsolidering. Foruten denne presisering ville utgangspunktet vært at alle slags typer samarbeid mellom aksjonærer utløste konsolidering. Dette var til dels tilfelle i den forutgående lovteksten, hvor man tok utgangspunkt i ”opptrer i forståelse med.” I forbindelse med utformingen av ordlyden i gjeldende lov uttales det i forarbeidene:

⁶¹ Oslo Tingretts dom pkt. 2.1.5

”Utvalget foreslår at det tas inn en presisering i lovteksten av hvilket samarbeid som skal kunne gi grunnlag for konsolidering. Utvalget har vurdert en lignende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 om [side 115] at like med erververens aksjer skal regnes aksjer som eies av «noen som det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær». Tilsvarende formulering er også benyttet i lov om erverv av næringsvirksomhet. Disse formuleringene anses mer presise enn gjeldende konsolideringsbestemmelse i vphl.”⁶² (Min utheving)

Etter ordlyden vil samarbeid om samtlige rettigheter man har som eier av finansielt instrument kunne utløse konsolidering. I selskapsretten har man tradisjonelt operert med en tredeling av aksjonærrettighetene; de organisatoriske, de økonomiske og de dispositive rettigheter.⁶³ Førstnevnte relaterer seg til møte- og stemmerett på generalforsamling. De to siste omfatter begge mer formuerettslige sidene ved eierskapet, hvor kjernen er rett til utbytte og rett til å kunne avhende aksjen. Når det gjelder disse økonomiske beføyelsene er også de i utgangspunktet omfattet av lovteksten, jf. ”...rettighetene som eier...” I Eastern Drilling-saken ble det lagt til grunn at ”...bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument...” ikke var begrenset til samarbeid om stemmerettighetene:

”Høyres medlemmer i komiteen mente at begrepet ”opptrer i forståelse med” var et for vagt begrep, og kunne – dersom man tøyte ordlyden – ramme situasjoner der felles tilbudsplikt var helt unaturlig. Disse medlemmer foreslo derfor at bestemmelsen skulle begrenses til tilfeller der det forelå en avtale om felles stemmegivning ved generalforsamlinger eller en ugjenkallelig stemmerettsfullmakt. Dette forslaget fikk ikke flertall, og det er således klart at bestemmelsens virkefelt ikke var begrenset til stemmerettssamarbeid.

...

SeaDrill har også påberopt Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven side 65: ”Avgjørende er om det forpliktende samarbeid går ut på samordnet utøvelse av aksjonærrettigheter. I praksis vil det si utøvelse av stemmeretten, i og med at konsolideringsreglene er ment for å fange opp felles kontroll.”

Uttalelsen kan forstås slik at stemmerettssamarbeid er det mest praktiske, uten at man derfor nødvendigvis utelukker andre former for samarbeid. *En annen sak er at utøvelse av aksjonærrettigheter direkte eller indirekte alltid har en tilknytning til stemmeretten.* Hvis partene hindrer tredjemann fra å kjøpe seg opp,

⁶² NOU:2 1996 pkt. 9.3.7

⁶³ Andenæs (2006) s. 130

hindrer man ham også i å stemme og få flertall på generalforsamlingen. Parkering av en stor aksjepost kan også medvirke til å bevare og styrke en parts dominerende posisjon i selskapet. ” (Min utheving)

Forarbeider inneholder nærmere presiseringer av betydning for avstemningen av reglene om nærstående og tilbudsplikt. Det er et uttalt formål at konsolidering kun bør finne sted i de tilfellene hvor det etableres et langsiktig kontrollskifte i selskapet.⁶⁴ En aksjonær utøver sine organisatoriske rettigheter gjennom møte- og stemmerett på generalforsamling, jf. aksje- og allmennaksjelovens kapittel 5. Koordinert bruk av stemmeretten vil være i kjernen av konsolideringstilfellene.

Hensynene bak reglene om tilbudsplikt taler også for en at det må foretas en presisering; Det er først når det er etablert visse former for allianser vedrørende sentrale funksjoner i selskapet at det disse hensynene gjør seg gjeldende, jf. kontrollskiftehensynet. I Forenede-saken, hvor spørsmålet var om det var grunnlag for konsolidering etter reglene om stemmerettsbegrensninger i finansinstitusjonslovens § 2-6, ble det uttalt at det er samarbeidets virkning for beslutningsprosessen i selskapet som skal være det vesentlige. Forarbeidene avgrenser uttrykkelig mot samarbeid som gjelder *erverv av aksjene*. Dette skal i seg selv ikke utløse konsolidering, hvilket også harmonerer godt med kontrollskifteprinsippet:

”Utvalget legger til grunn at et samarbeid *kun med sikte på selve ervervet*, ikke bør kunne medføre konsolidering. Det vises for øvrig til at spørsmålet om utløsning av tilbudsplikt vil *kunne variere på bakgrunn av den praktiske gjennomføringen av et koordinert aksjekjøp*. Dersom en større aksjonær kun ønsker å forholde seg til en kjøper og denne deretter snur seg rundt for å dele den aktuelle aksjeposten med en annen interessert, vil tilbudsplikt kunne utløses på den formelle kjøpers hånd. Videresalget vil i tilfelle ses som et nedsalg som medfører at tilbudsplikten bortfaller.”⁶⁵ (Min utheving)

⁶⁴ NOU: 1996:2 pkt. 9.3.7

⁶⁵ NOU: 1996:2 pkt. 9.3.7

4.3 Samarbeidets grad (omfang og varighet)

4.3.1 Generelt

I det følgende behandles de vilkår som gjelder i hvilken grad partene må samarbeide om aksjonærrettighetene. Slik bestemmelsen er formulert vil utgangspunktet være at alle former for samarbeid om aksjonærrettighetene omfattes. Lovteksten sonderer således ikke mellom avtaler som omfatter *alle* aksjonærrettigheter eller bare noen, avtaler som er *permanente* eller kortvarige eller avtaler som er *betinget* av nærmere omstendigheter

Aksje- og allmennaksjeloven legger avgjørelseskompetansen til aksjonærene i forbindelse med en rekke ulike selskapsrettslige avgjørelser. Det fremgår ikke uttrykkelig av verdipapirhandellovens konsolideringsregler at samarbeidet må legge bånd på utøvelsen av samtlige av de organisatoriske rettighetene. I forholdet til reglene om tilbudsplikt kan kontrollskiftehensynet berettige en avgrensning mot samarbeid som ikke får betydning for utøvelsen av kontroll i selskapet. Et kontrollskifte forutsetter at kontrollen i selskapet endres. Avtaler om f.eks. hvor mye utbytte som skal utbetales til eierne eller hvorvidt selskapets ledelse skal tildeles opsjoner vil i utgangspunktet ikke ha noe med kontrollen i selskapet å gjøre, selv om det foreligger en avtale om bruk av de organisatoriske rettighetene. Dette må likevel vurderes konkret i hvert enkelt tilfellet, ettersom det kan sies å være en flytende overgang mellom mer skjønsmessige styringsprinsipper og kontrollen i et selskap.

Man kan videre neppe utlede direkte av lovteksten at samarbeidet må ha en nærmere bestemt varighet. Likevel taler kontrollskiftehensynet for at samarbeidet bør videre ha en viss utstrekning. Er det av kortvarig karakter, f.eks. i forbindelse gjennomføringen av et vedtak på en generalforsamling, er det i utgangspunktet mindre naturlig å betegne det som grunnlag for et kontrollskifte. Konsolideringspraksis i forbindelse med lov om finansieringsvirksomhet § 2-6 legger også til grunn at samarbeidet må en viss varighet.⁶⁶

⁶⁶ Forende-saken side 3, pkt. 3.

Det er dermed ikke sagt at samarbeidet behøver å være evigvarende. I vurderingen angir forarbeidene til lov om verdipapirhandel av 1997 følgende momenter:

”Etter utvalgets syn ville det være fordel med en ytterligere presisering av at *ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering*. For eksempel samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. *Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering.*”⁶⁷ (Min utheving)

Det legges altså opp til at samarbeidet i utgangspunktet må ha en viss varighet og relatere seg til kontrollen i selskapet. Dette må bero på det konkrete samarbeidet mellom partene. I Orkla/Nordstjernen-saken synes det som om børsklagenemnda la avgjørende vekt på det tidsmessige aspektet i forhold til varighetskriteriet. Fra saken hitsettes:

”De nevnte forholdene trekker i retning av at det i lovens forstand må sies å foreligge et slikt samarbeid. Det må ved vurderingen av dette også legges vekt på at *de beskrevne ordningene alle synes å være iverksatt med langsiktige mål for øyet*. Det er ikke tale om kortsiktige eller situasjonsbetingede ordninger.” (Min utheving)

Hvordan grensen for den tidsmessige vurderingen skal settes, er det vanskelig å si noe konkret om. Dette må i utgangspunktet bero på en vurdering av de underliggende forhold som utgjør grunnlaget for samarbeidet. Hvis dette er en avtale, vil avtalens varighet være det forhold som skal vurderes. Er samarbeidet begrunnet på øvrige forhold enn avtale, er det disse relasjonene som skal vurderes, jf. Orkla/Nordstjernen-saken. Forarbeidene synes å legge til grunn en presumpsjon for at samarbeid i en enkeltsak ikke er et tilstrekkelig forhold til å utløse konsolidering i seg selv:

”Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid.”⁶⁸

⁶⁷ NOU 1996:2 pkt. 9.3.7

⁶⁸ NOU 1996:2 pkt. 9.3.7

I Opticom-saken samarbeidet aksjonærene om å bytte ut styret i selskapet. Her var det etter børsens syn ikke grunnlag for å ilegge tilbudsplikt på konsolidert grunnlag, ettersom samarbeidet ikke hadde tilstrekkelig varighet.⁶⁹

Foreligger det et langsiktig samarbeidsgrunnlag om sentrale organisatoriske rettigheter, er det neppe noe tilleggskrav at man kan påvise noe spesielt formål for samarbeidet. Det synes altså å være tilstrekkelig å konstatere at partene har bundet seg opp til å koordinere rettighetene sine i selskapet over en lengre periode. Men også mer kortvarige samarbeid, hvor det ikke er like naturlig å tale om langvarig kontrollskifte, vil i følge forarbeidene kunne utløse tilbudsplikt på konsolidert grunnlag:

På den annen side kan *også et kortsiktig samarbeid* med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende.”⁷⁰

Selv om man i et slikt tilfelle neppe taler om et ”kontrollskifte,” vil selskapets øvrige aksjonærer kunne komme i en innlåsnings situasjon i selskapet som følge av beslutningen. Samarbeidet vil undertiden også kunne betegnes som varig, ettersom det kan representere et endelig bruk av aksjonærrettighetene i selskapet, f.eks. ved en avvikling av virksomheten. I denne type samarbeidstilfeller synes det å være et tilleggskrav at man kan påvise et nærmere bestemt siktemål for samarbeidet, jf. forarbeidenes uttalelse ”...med sikte på...”

Forarbeidene nevner salg av virksomheten *mv* som eksempel. Det kan altså tenkes at avtaler om andre former for opphør av selskapet kan gi samme virkninger, f.eks. oppløsning etter selskapsrettslige regler med likvidasjonsutbytte til aksjonærene. Det er også nevnt som eksempel i teorien at investorgruppen har forpliktet seg til å gjennomføre en vedtektsendring som vil medføre et irreversibelt kontrollskifte i selskapet.⁷¹ I dette

⁶⁹ Brev fra Oslo Børs av 7.12.2005 – Spørsmål om konsolidering av aksjeeiere – Orkla ASA m.fl.

⁷⁰ NOU 1996:2 pkt. 9.3.7

⁷¹ Bergo (2004) s. 71, hvor dette brukes som et eksempel.

tilfellet vil også en enkeltstående opptreden få en varig karakter. Både praksis og forarbeider legger således til grunn en konsekvensorientert forståelse av samarbeidet.

Et særlig spørsmål er hvordan samarbeidende aksjonærer må forholde seg til reglene om tilbudsplikt hvis samarbeidets gjenstand er å foreta en fusjon. I utgangspunktet tilsier det selskapsrettslige kontinuitetsprinsipp at aksjonærene i de involverte selskaper ”består” videre – de blir aksjonærer i det fusjonerte selskapet. Beslutningen vil imidlertid kunne være et revolusjonerende vedtak for selskapets eier- og organisasjonsstruktur som sådan.

4.3.2 Fusjon

Problemstillingen her er om aksjonærsamarbeid om fusjon oppfyller de krav som stilles til utstrekning for at det skal kunne foreligge tilbudsplikt på konsolidert grunnlag. Dette må i utgangspunktet bero på hva slags kontrollforhold som foreligger i selskapet før og etter beslutningen om fusjon. Den selskapsrettslige prosedyre for fusjon mellom allmennaksjeselskaper er regulert i allmennaksjelovens kapittel 13. Fusjonsreglenes anvendelsesområde er nærmere definert i § 13-2:

”Sammenslåing av selskaper er undergitt reglene om fusjon i kapitlet her når et selskap (det overtakende selskapet) skal overta et annet selskaps (det overdragende selskapets) eiendeler, rettigheter og forpliktelser som helhet mot at aksjeeierne i dette selskapet får som vederlag:

- 1. aksjer i det overtakende selskapet, eller*
- 2. slike aksjer med et tillegg som ikke må overstige 20 prosent av det samlede vederlaget.”*

Hva slags bytteforhold som legges til grunn, må bero på verdifastsettelsen av selskapene. Er det overtakende selskap klart størst i verdi, vil fusjonen kun få mindre betydning for aksjonærstrukturen i det overtakende selskapet. For aksjonærene i det overdragende selskap kan fusjonen i dette tilfelle innebære et irreversibelt kontrollskifte. Er selskapene mer like i verdi, vil dette få større utslag også i det overtakende selskap. Det kortsiktige samarbeid vil

derfor også her muligens få et varig preg hva angår kontrollen i selskapet. Tar samarbeidet mellom aksjonærene sikte på å stemme for eller legge frem forslag om en fusjon, taler mye for å la et slikt formål utløse konsolidering hvis kontrollstrukturen i selskapet endres.⁷²

Etter min mening er det også støtte for et slikt syn i praksis fra Oslo Børs. I Stavanger Aftenblad-saken fant børstyret at vilkårene for tilbudsplikt på konsolidert grunnlag var oppfylt når Schibsted og Kaupthing hadde inngått avtale om å stemme for fusjonen mellom Stavanger Aftenblad og Media Norge. Schibsted eide 32,3 % av aksjene i Stavanger Aftenblad. Etter fusjonen ville Schibsted eie 68,3 % av Media Norge ASA:

”Det kan anføres at et eventuelt forpliktende samarbeid mellom Schibsted og Kaupthing var av såpass kortvarige karakter, og inntraff på bakgrunn av såpass spesielle omstendigheter, at noen identifikasjon mellom de to må være uaktuelt. Et forpliktende samarbeid skal i utgangspunktet være av langvarig karakter for å foranledige konsolidering etter vphl. §§ 4-5 første ledd og 1-4 nr. 5. *Det følger imidlertid av forarbeider til bestemmelsene og praksis at også mer kortvarige former for samarbeid kan gi grunn for å se to eller flere parter som én, jf. f. eks Børsklagenemndas sak 7/2006 Eastern Drilling pkt. 8.2.*

Kaupthing har vært Schibsteds finansielle rådgiver og megler ved etableringen av Media-Norge. Kaupthing ervervet i tillegg aksjer i Stavanger Aftenblad (17 600 aksjer og aksjeposten på 19,5 %). Det var Kaupthing som inngikk avtalen med selgerne av aksjeposten om stemmegivning. Det kan ikke tillegges avgjørende vekt at verken Kaupthing eller Schibsted hadde til hensikt å erverve aksjeposten. *Utstedelsen av opsjonen viser tydelig Schibsteds interesse i å få gjennomført fusjonen. Oslo Børs legger til grunn at forståelsen mellom Schibsted og Kaupthing var av tilstrekkelig langvarig karakter.*” (Min utheving)

I det endelige vedtaket i denne konkrete saken ble det ikke vedtatt tilbudsplikt ettersom Kaupthing solgte sine aksjer før vedtaket ble truffet.

⁷² Bergo (2004) s. 71, hvor fusjon brukes som et eksempel.

4.3.3 Salg av selskapets virksomhet

Forarbeidene nevner salg av selskapets virksomhet som et eksempel på at selv kortsiktige samarbeid kan utløse konsolidering.⁷³ Det vil likevel ikke være i samsvar med forarbeidenes generelle utgangspunkt at samarbeid om å selge mindre enheter eller mindre sentrale deler av selskapets virksomhet skal utløse tilbudsplikt. Samarbeid om salg av denne type virksomhet er ikke noe langvarig samarbeid, og derfor heller ikke være egnet til å utgjøre noe kontrollskifte eller vesentlig endring av selskapet. Det foreligger imidlertid ikke pr. i dag praksis som sier noe om hvordan skillet mellom tilbudspliktig salgssamarbeid og annet salgssamarbeid skal trekkes. Forarbeidene overlater spørsmålet til konkrete vurderinger, uten å trekke opp nærmere linjer:

”...etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak bestemmelsen gjør seg gjeldende.”

Bergo synes å forbeholde konsolidering av aksjonærene til de tilfeller hvor det koordinerte salgssamarbeid er så omfattende at det nærmest er en avvikling av selskapet.⁷⁴ Dette vil klart nok være omfattet av forarbeidenes forutsetninger, men man kan nok ikke utelukke at mindre transaksjoner enn dette vil kunne konsolidere partene.

4.4 Samarbeid hvor tredjemanns oppkjøpsforsøk forhindres

4.4.1 Innledning

I pkt. 4.1 til 4.3 har tema vært samarbeid hvor aksjonærene oppnår kontroll i målselskapet. Loven gir også uttrykkelig hjemmel for å konsolidere aksjonærer som samarbeider om at andre enn dem selv ikke skal få kontroll i selskapet. Man kan i denne sammenheng gjerne

⁷³ NOU 1996:2 pkt. 9.3.7

⁷⁴ Bergo (2004) s. 72.

tale om ”negativ kontroll.”⁷⁵ Et blokkeringssamarbeid oppfyller også de krav som generelt stilles til samarbeidets utstrekning, selv om samarbeidets varighet er kortvarig i tid. Man kan således konsolideres selv om man ikke har noe samarbeid ut over å nekte andre kontroll:

”Der en dominerende aksjonær inngår en avtale for å vanskeliggjøre eller hindre en utfordrer i å erverve en kontrollerende posisjon i selskapet, antar tingretten at *også et kortvarig samarbeid kan føre til konsolidering. Det behøver ikke være lenger enn utfordringen selv. Samarbeidet har ikke vart lenge, men den tilsiktede virkning er langsiktig.*” (Min utheving)⁷⁶

4.4.2 Ordlyd og forarbeider

Verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 ble endret med følgende tillegg i 2007:

”...herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.”

Tillegget i bestemmelsens synes kun å fungere som en presisering av det som også var omfattet av den tidligere ordlyden, jf. ”herunder.” Nå følger det uttrykkelig av lovens ordlyd at samarbeid som relaterer seg til å forhindre at andre får kontroll også utløser konsolidering. Dermed har man også harmonisert lovteksten med takeover-direktivets art. 2 (1) bokstav (d) om *”... aimed....at frustrating the successful outcome of a bid.”* Tillegget i lovteksten fungerer etter Finansdepartementets vurdering kun som en presisering.

”Departementet foreslår at direktivets art. 2 (1) bokstav (d) gjennomføres ved følgende tillegg i lovforslaget § 2-5 (endringer i forhold til gjeldende bestemmelse i kursiv):

⁷⁵ Jf. Orkla/Nordstjernen-saken: ”Også utøvelse av denne type negativ kontroll må anses å falle inn under lovens krav som samarbeid om bruk av rettigheter som eier.” ”Negativ kontroll” brukes ellers i selskapsretten om situasjonen hvor en aksjonær er i posisjon til å nekte visse generalforsamlingsbeslutninger.

⁷⁶ Oslo Tingrett dom pkt. 2.1.3.

”...noen som det må antas at vedkommende har et forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument, *herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.*”

...

”Etter departementets vurdering er vphl. § 1-4 nr. 5 i overensstemmelse med direktivet, men ordlyden i verdipapirhandelloven er *noe annerledes* enn direktivets ordlyd. For å *klargjøre bestemmelsen rekkevidde*, foreslås det derfor å gjennomføre direktivets art. 2 (1) bokstav (d) jf. art. 5 (1), særskilt i norsk rett.”⁷⁷ (Min utheving)

For konsolidering krever loven at det i tillegg til å foreligge et forpliktende samarbeid foreligger et ”tilbud.” Dette samarbeidet må motarbeide tilbudet på en slik måte at det kan sies å ”hindres” eller ”vanskeliggjøres.” I det følgende vil disse vilkårene analyseres nærmere. Det gis imidlertid først en kortfattet redegjørelse for praksis forut for endringen av loven i 1997.

4.4.3 Praksis før lovendringen

Forut for verdipapirhandelloven av 2007 ble samarbeid om negativ kontroll også lagt til grunn som omfattet av ”bruk av rettighet som eier av finansielt instrument”, jf. Børsklagenemndas vedtak i Orkla/Nordstjernen-, Aban/Sinvest- og Eastern Drilling-sakene. Oslo Tingrett opprettholdt Børsklagenemndas lovforståelse i Eastern Drilling-saken. Fra tingrettens dom hitsettes:

”Tingretten anser at ordlyden i dagjeldende § 1- 4 nr 5 er vid nok til å omfatte begge alternativer nevnt i EU-direktivet. Posisjonen som eier av en aksje gir en rekke eierbeføyelser, - retten til å stemme på generalforsamlingen er bare en av de mange organisatoriske eierbeføyelsene. I tillegg kommer alle de økonomiske rettigheter, herunder rettighetene knyttet til kjøp og salg.” (Min utheving)

Samarbeid om negativ kontroll har forekommet på forskjellige måter i praksis; Man har positivt koordinert anvendelsen av aksjonærrettighetene, eller man kan samarbeide på en

⁷⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 25.3.2.

slik måte at en eller flere aksjonærer avstår fra bruke sine rettigheter slik at den dominerende eiers innflytelse øker relativt. Førstnevnte situasjon vil være en form for ”bruk,” og således i samsvar med lovteksten. Et eksempel på dette er Orkla/Nordstjernen-saken:

”I den foreliggende sak foreligger imidlertid etter det nemnden kan se et mer langsiktig samarbeid med sikte på å forhindre at Alcoa får kontroll i Elkem. *Også utøvelse av denne type negativ kontroll må anses å falle inn under lovens krav om samarbeid om bruk av rettighetene som eier.*” (Min understrekning)

Det er likevel ikke like opplagt at ordlyden også omfatter et underforstått og *passivt* samarbeid, jf. ”bruk.” Dette ble likevel lagt til grunn i Aban/Sinvest- og Eastern Drilling-sakene, hvor man som tidligere nevnt konsoliderte partene i en Total Return Swap-avtale. I sin behandling av saken begrunner Oslo Tingrett lovanvendelsen slik:

”Tingretten er enig med saksøkte i at den som samarbeider med andre om oppkjøp av aksjer med sikte på å ”parkere” aksjene slik at de ikke blir tilgjengelige for andre og heller ikke stemmes for, *må sies å bruke rettighetene til disse aksjene. Han disponerer over aksjene og utøver en form for kontroll over dem.* En slik disponering av aksjene kan være motivert av ønske om å bevare egen dominans i selskapet. En parkering vanskeliggjør andres oppkjøp og øker den relative innflytelsen av egne aksjer som ikke er parkert.”⁷⁸

Trs-avtalene har ingen uttrykkelige reguleringer av aksjonærrettighetene. Dette er i og for seg naturlig ettersom man ikke er forpliktet til å erverve aksjer, se. pkt 3.5. Det er normal bransjepraksis at det ikke utøves aksjonærrettigheter for sikringsaksjene i den perioden trs-avtalen gjelder.⁷⁹ Man kan av disse grunner spørre seg om lovendringen fra 2007 egentlig avklarer forholdet til trs-avtalene eller andre former for ”passive” samarbeid hvor aksjene normalt parkeres. ”Herunder” henfører alternativet om negativ kontroll til ”bruk av rettighetene som eier.” Hvorvidt blokkeringssamarbeidet da skal utløse tilbudsplikt på konsolidert grunnlag, synes derfor å være avhengig av forståelsen av begrepet ”bruk.” På

⁷⁸ Dommens pkt. 2.1.2 (Min utheving)

⁷⁹ Dommens pkt. 2.2 litra a)

den andre siden taler lovens formål for at minoritetsaksjonærene også beskyttes i slike tilfeller.

4.4.4 Hva ligger i begrepet ”*tilbud*”

Skal man konsolideres ved samarbeid om negativ kontroll, forutsetter loven at samarbeidet utfordres av et tilbud, og at samarbeidet er egnet til å vanskeliggjøre eller hindre at tilbudet når frem. I dette avsnittet vil begrepet ”tilbud” behandles nærmere.

Hva slags tilbud som må foreligge, sier bestemmelsen ikke noe om. Dette er imidlertid kommentert i forarbeidene.⁸⁰ Her trekkes følgende retningslinjer frem i vurderingen av tilbudets innhold:

Henvisningen til ”tilbud” bør gjøre det klart at presiseringen av hva et samarbeid kan gå ut på, kun er aktuell der det er *snakk om erverv av en kontrollerende andel av et målselskap.*” (Min utheving)

Forarbeidene passer her godt med takeover-direktivets artikkel 2 I a) som definerer begrepet ”*tilbud*.” I den danske oversettelsen av direktivet heter det følgende:

”"overtagelsestilbud" eller "tilbud" : et offentligt tilbud (fra andre end målselskabet selv) til ejere af kapitalandele i et selskab om hel eller delvis erhvervelse af disse kapitalandele, som følger efter erhvervelse af kontrol med målselskabet ifølge national lovgivning, eller har dette som formål, uanset om tilbuddet er obligatorisk eller frivillig.” (Min utheving)

I følge verdipapirhandelloven § 6-1 er en kontrollerende andel eierskap i aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap. I konsolideringspraksis før direktivet og dets gjennomføring i norsk rett er tilsvarende lagt til grunn; I Orkla/Nordstjernen-saken var samarbeidet til hinder for at Alcoa sikret seg kontrollen i Elkem. I Aban/Sinvest-saken var trs-avtalen til hinder for det frivillige budet fra Scorpion

⁸⁰ Ot.prp. Nr. 34 (2006/2007) pkt. 25.3.2.

Offshore. I budet var akseptgraden satt til 44 %. I Eastern Drilling-saken gjaldt Ocean Rigs tilbud minst 50 % av aksjene. Erverv eller tilbud om erverv av mindre poster enn ”kontrollerende andel” vil derfor ikke utløse tilbudsplikt på konsolidert grunnlag, da dette heller ikke utfordrer den dominerende gruppen.

4.4.5 Et vilkår om hensikt?

Et annet nærliggende spørsmål er om det er et vilkår at samarbeidet har til hensikt å forhindre eller vanskeliggjøre et fremmed bud, eller om det er tilstrekkelig at samarbeidet har en slik effekt. Ser man hen til forarbeidene, og da særlig Ot.prp. nr 34 fra 2006, trekkes det i retning av at bestemmelsen er forbeholdt aksjonærsamarbeid som har til formål å forhindre eller vanskeliggjøre tilbud.

”Etter direktivet er det kun et vilkår at samarbeidet er ”aimed ... at frustrating the successful outcome of a bid”, dvs. at samarbeidet kun behøver å ha til hensikt å forhindre et konkurrerende bud. Det antas imidlertid ikke å være nødvendig å gjennomføre art. 2 (1) bokstav (d) ord for ord.”

I begrepet *”aimed,”* som gjerne kan oversettes til *”rettet mot,”* ligger det en forutsetning om at samarbeidet har et slikt ønske eller hensikt. Dette må få betydning for tolkningen av bestemmelsen. På den andre siden er det uttrykkelig uttalt i børspraksis at det ikke er et vilkår for konsolidering at dette har vært aksjonærenes hensikt, jf. Stavanger Aftenblad-sakens pkt. 6.2:

”Det er ikke et vilkår for konsolidering at partene har hatt til hensikt å oppnå en virkning.

Etter omstendighetene kan det være tilstrekkelig at partene *måtte forstå virkningen av deres disposisjoner.* For eksempel har børsklagenemnden i sakene 6 og 7/2007 lagt til grunn at virkningene av partenes disposisjoner, og deres forståelse av dette, var avgjørende...” (Min utheving)

Stavanger Aftenblad-saken ble avgjort på basis av verdipapirhandelloven av 1997, og er således ikke knyttet direkte opp mot ordlyden i dagens bestemmelse. Det er likevel ikke noe i veien for at man i norsk rett har regler som går lengre i å beskytte minoritets-

aksjonærene, jf. prinsippet om nasjonal gjennomføring i takeover-direktivets artikkel 3.2. Uttalelsen i Stavanger Aftenblad-saken er derfor ikke på noen måte i konflikt med takeover-direktivet. Det er derfor trolig holdepunkter for å man også kan konsolidere aksjonærer utenfor de tilfeller hvor samarbeidet har en slik hensikt eller et slikt formål.

4.4.6 Graden av blokkering

Man kan derfor også stille spørsmålet om hvilken grad av blokkering som må foreligge for at samarbeidet skal medføre tilbudsplikt. Formulert annerledes er spørsmålet hvor langt aksjonærene kan gå i å beskytte sin posisjon uten å måtte by på selskapet. I Eastern Drilling-saken medførte trs-avtalene at budet fra Ocean Rig ble blokkert effektivt.

Loven fastsetter at det skal kunne foretas konsolidering selv om blokkeringen ikke lykkes, jf. ”...herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.” (Min utheving)

Foruten avgjørelsene om trs-avtalene foreligger det ingen praksis som sier noe avklarer vilkårets materielle innhold, herunder dets nedre terskel. Etter en naturlig språklig forståelse forutsettes loven at tilbudet utsettes for komplikasjoner av en relativt høy art og grad, jf. ”vanskeliggjøres eller hindres.” I begrepet ”hindres” ligger det en forutsetning om at blokkeringen både foreligger og at den er en suksess. ”Vanskeliggjøres” er på den andre siden et begrep med et bredere innhold, som i utgangspunktet også innbefatter mindre komplikasjoner for tredjeparten. Samtidig trekker lovens ordlyd i retning av at det må foreligge etablerte hindringer av en viss størrelse, slik at ikke alle former for samarbeid som har en negativ effekt utløser tilbudsplikt på konsolidert grunnlag. Det er i mangel av andre holdepunkter nærliggende å forstå lovens uttrykk som en rettslig standard på linje med begreper som ”urimelig” eller ”vesentlig.” Det som kjennetegner slike standarder er at de gir anvisning på skjønnsmessige vurderinger i det konkrete tilfellet. Hvorvidt verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 også skal anvendes slik uttaler verken forarbeidene eller praksis noe om. For øvrig benytter takeover-direktivet begrepet ”...frustrate...” I den danske oversettelsen benyttes ”legger hindringer i veien.”

Hvis man står overfor en avtale som har den effekt at den vanskeliggjør eller hindrer et tilbud, oppstår også spørsmålet om når den konsoliderte tilbudsplikten utløses. Dette er et spørsmål om hva slags situasjon et slik samarbeid kan utløse tilbudsplikt i. Overfor er det nevnt at man først konsolideres hvor det foreligger et tilbud. Det kan således legges til grunn at et negativt samarbeid i seg selv ikke utløser tilbudsplikt. Spørsmålet her er når kunnskapen om tilbudet får rettsvirkinger i forhold til et slikt avtaleforhold. I forbindelse med f.eks. trs-avtaler vil det kunne være mellomrom i tid mellom inngåelse av selve avtalen og erverv av sikringsaksjene.

Man kan i utgangspunktet tenke seg følgende tilfeller; Tilbudet blir gjort kjent forut for avtalens inngåelse, det fremkommer mellom avtaleinngåelse og erverv av aksjer og; tilbudet fremsettes etter at avtale er inngått og aksjer er ervervet. Ordlyden løser ikke dette spørsmålet; den forutsetter et tilbud, men sier ikke noe om den nærmere rekkefølgen mellom handlingene. Det finnes uttalelser i Aban/Sinvest-saken som trekker i retning av at det må foreligge kjennskap til budet før man evt. erverver sikringsaksjer på konsolidert basis:

”Selv om Aban har hevdet at beslutningstidspunktet for den ene TRS – avtalen lå forut for Scorpions bud, var iverksettelsestidspunktet for avtalen etter at budet ble kjent. Dette medførte rent faktisk at Scorpions bud ble forhindret. Også det faktum at ICICI kjøpe store mengder hedge – aksjer i helgen underbygger at Scorpions overtakelsestilbud faktisk ble hindret av TRS – avtalene.

...

I tillegg kommer at avtaletidspunktet for den siste TRS – avtalen var etter at Scorpion hadde varslet sitt bud. Ut fra de omstendigheter under hvilke ICICIs hedge – aksjer ble kjøpt, må det legges til grunn at også ICICI var kjent med dette ved avtaleinngåelsen.”

4.4.7 Må tilbudet oppfylle visse formelle krav?

Verdipapirhandelloven kapittel 6 har formelle krav til fremsettelse av tilbud. Et særlig spørsmål er om det konkurrerende tilbud må oppfylle visse formkrav for at det skal være kvalifisert til å utløse tilbudsplikt hos samarbeidende aksjonærer. Begrepet ”tilbud” er som nevnt definert slik i takeover-direktivet art 2 I litra a):

”"overtagelsestilbud" eller "tilbud" : et offentlig tilbud (fra andre end målselskabet selv) til ejere af kapitalandele i et selskab om hel eller delvis erhvervelse af disse kapitalandele, som følger efter erhvervelse af kontrol med målselskabet ifølge national lovgivning, eller har dette som formål, uanset om tilbuddet er obligatorisk eller frivillig.”

Ordlyden synes ikke å ta direkte standpunkt til dette. Oslo Tingrett tok i Eastern Drilling-saken stilling til om denne bestemmelsen krever at tilbudet må følge fremgangsreglene i verdipapirhandelloven. Spørsmålet her var om *”....et offentlig tilbud....som følger efter erhvervelse af kontrol med målselskabet ifølge national lovgivning...”* fastsatte slike rammer. Ocean Rigs tilbud i saken var kun en kjøpsordre. Saksøkte anførte derfor at det ikke forelå noe tilbud i lovens forstand, og at det derfor ikke kunne være grunnlag for konsolidering. Tingretten avviste denne lovforståelse med følgende begrunnelse:

”Tingretten leser artikkel 2 punkt 1 a slik at det er tale om tilbud som følger etter ervervelse av kontroll med målselskabet i følge nasjonal lovgivning (en eierandel på 40 % etter norske regler) eller har slik overtakelse av kontroll som mål. *Det sies ikke at tilbudet skal fremsettes etter formreglene i følge nasjonal lovgivning.* Noe slikt krav er heller ikke inntatt i de danske regler ved implementeringen av direktivet, jf Bekjentgjørelse nr 712 av 21.06.07 § 1 nr 1. Tingretten leser den svenske oversettelsen av direktivet på samme måte.

Tingretten slutter seg ellers til Oslo Børs’synspunkt om at EU-direktivet gir *minimums-regler*. Det er ikke noe i veien for at den enkelte stat kan gi minoritetsaksjonærene en videre beskyttelse. *Det kan kanskje være ønskelig at børsaktører går frem etter bestemmelsene om offentlig tilbud i alle tilfeller, men det hensynet er ikke så sterkt at det kan gå foran de hensyn som bærer konsolideringsregelen.”* (Min kursivering)

Det ble videre anført at brudd på verdipapirhandelloven måtte medføre at tilbudet var ulovlig, og at dette også måtte få konsekvenser for tilbudsplikten. Denne anførsel førte heller ikke frem:

”Atter subsidiært anfører SeaDrill at det ikke er grunnlag for å konsolidere fordi Ocean Rigs oppkjøpsforsøk var ulovlig ettersom selskapet *ikke fulgte lovens fremgangsmåte ved offentlig tilbud* i § 4-18.

Tingretten er enig med Oslo Børs i at om *formreglene ikke er fulgt, - innebærer ikke det at det dreier seg om et ulovlig kjøp, eller at det vil være ulovlig å gjennomføre handelen*. Det er hensynet til minoritetsaksjonærene som må veie tyngst ved vurderingen av om Carnegie og SeaDrill skal konsolideres. *Minoritetsaksjonærenes behov for beskyttelse er det samme enten tilbudet om salg kommer i form av en betinget kjøpsordre eller et tilbud etter reglene om offentlig tilbud i vphl*. Konsolideringsreglene er fastsatt for å beskytte minoritetsaksjonærene, - ikke for å beskytte den som vil kjøpe opp et selskap.” (Min kursivering)

4.5 Samarbeid i selskapets interesse

Selv om man står overfor et forpliktende samarbeid vedrørende bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument, kan det foreligge øvrige grunner som taler for at man ikke bør illegges tilbudsplikt.⁸¹ Det kan tenkes at to eller flere aksjonærer over lengre tid samarbeider sammen etter initiativ fra selskapets side. Verken lovens ordlyd eller forarbeidene gjør noe uttrykkelig unntak fra reglene om tilbudsplikt når samarbeidet har et slikt initiativ; utgangspunktet er at dette vil kunne være et forpliktende samarbeid om bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument. Kontrollskiftehensynet taler likevel for at det ikke bør konsolideres i slike tilfeller, ettersom samarbeidets gjenstand ikke er å oppnå kontroll i selskapet. I Frontline Drilling-saken kom Børsklagenemnda frem til at det ikke forelå tilbudsplikt på konsolidert grunnlag. I denne saken hadde to av hovedaksjonærene inngått avtale om å utstede en intensjonserklæring hvor det het at partene ville kjøpe ut de resterende aksjonærene i selskapet. Intensjonserklæringen var nødvendig for å skaffe tilveie tilstrekkelig kapital i forbindelse med en emisjon i selskapet. Emisjonen ble gjennomført for å finansiere kjøp av et skip som selskapets styre hadde inngått bindende avtale om. Fra saken hitsettes følgende:

”Børsklagenemnden ser det slik at det her har vært *samarbeide mellom de to største aksjonærene om en enkelt sak, i kjølvannet av et enstemmig styrevedtak om å inngå kontrakt om kjøp av produksjonsskipet Seillean*. Da det viste seg problematisk å få den forutsatte kapitalutvidelse vedtatt, samarbeidet de to om en intensjonserklæring om utkjøp av de andre aksjonærene, og fikk dermed gjennomført kapitalutvidelsen på generalforsamlingen den 5. desember. At de senere i felles e-mail til Pareto ga beskjed om at det ikke ville bli fremsatt tilbud om kjøp under henvisning til endrede forhold, er et avtalerettslig spørsmål som ligger utenfor

⁸¹ Ramsland (2005) pkt. 6.4.

hva som skal vurderes i denne saken. *Denne felles opptreden henger sammen med ønsket om å få gjennomført den kjøpsavtale styret hadde forpliktet seg til og kan ikke sees å ha hatt som siktemål å skaffe kontroll over selskapet.*” (Min utheving)

Så lenge et slikt samarbeidsinitiativ var kommet fra selskapets side, vil samarbeidet ikke være egnet til å utgjøre et kontrollskifte i selskapet. Unntak kan vel muligens tenkes der samarbeidet lanseres gjennom styret, men hvor det i realiteten er aksjonærene som står bak. I Frontline Drilling-saken ble det fremhevet at det ikke var noe som tydet på at initiativet til kjøpet av skipet kom fra aksjonærene som var parter i samarbeidet.

5 Prosessuelle spørsmål

5.1 Forholdet til domstolene

Domstolene har etter alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper prøvelsesrett av børs-klagenemndas vedtak. Domstolene vil kunne prøve alle sider av saken, herunder både rettslige og faktiske forhold.

5.2 Bevistema og beviskrav

Konsolideringsalternativet i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 kan undertiden være vanskelig å vurdere også i forhold til de faktiske forhold. Det er uttalt i forarbeidene at det er børsmyndighetene som har bevisbyrden i en sak om konsolidering.⁸² Spørsmålet i dette avsnittet er hvilke øvrige bevisregler som gjelder for konsolidering av samarbeidende aksjonærer.

Den ulovfestede hovedregelen i norsk sivilprosessrett er at det mest sannsynlige faktum skal legges til grunn. Lovens betegnelse er at det ”må antas” at det foreligger et forpliktende samarbeid. Tilsier dette at § 2-5 nr. 5 har en egen bevisregulering som medfører at kravene til bevisenes styrke svekkes eller skjerpes i forhold til hovedregelen? Ved lovfestede bevisregler beror dette i utgangspunktet på en naturlig språklig forståelse av lovtekstens formulering. Ut fra ordlyden er det likevel ikke helt klart om lovgiver har ønsket å gjøre noe unntak fra hovedregelen om sannsynlighetsovervekt. I prosessrettslig teori er det på generelt grunnlag uttalt at ”må antas” trolig innebærer det samme som sannsynlighetsovervekt.⁸³ I forarbeidene uttales det følgende om bevisregelen:

⁸² NOU:2 1996 pkt. 9.3.7.

⁸³ Hov (2007) s. 352.

”Drøftelsen ovenfor omfatter utvalgets vurdering av temaet for når konsolidering skal foretas. I praksis vil det reises spørsmål om *hvilke beviskrav* som skal stilles ved konsolidering etter bestemmelsen om forpliktende samarbeid. Utvalget viser i denne sammenheng til at det vil være vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering foreligger. *Det må dermed foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas.*” ⁸⁴ (Min utheving)

Uttalelsen tar ikke direkte stilling til forholdet til hovedregelen. Etter min mening er det vanskelig å vurdere om forarbeidene kan tas til inntekt for at det foreligger et beviskrav som avviker fra hovedregelen om sannsynlighetsovervekt. Som tidligere behandlet vil tilknytningsforholdet mellom samarbeidende aksjonærer også kunne bestå av uformelle bindinger, slik som f.eks. stilltiende avtaler. Hvorvidt partene har hatt en felles forståelse med hverandre angående kontrollen i selskapet kan være et spørsmål om hva partene har tenkt. Slike subjektive forhold vil være vanskelig å sannsynliggjøre i ettertid, hvis man ikke vurderer partenes adferd ut fra objektive forhold som motiv og handlingssituasjon. I praksis har man ikke fraveket kravet om sannsynlighetsovervekt. På grunnlag av forarbeidene samt de nevnte faktiske utfordringer har man utformet følgende bevisregel:

”Børsmyndighetene må etter dette *bevise med sannsynlighetsovervekt* at det foreligger objektive forhold som gjør at man må anta at partene hadde et forpliktende samarbeid om disposisjonen over Eastern-aksjer relatert til kontrollen over Eastern.” ⁸⁵

⁸⁴ NOU:2 1996 pkt. 9.3.7

⁸⁵ Oslo Tingretts dom i Eastern Drilling-saken pkt. 2.2.

6 Litteraturliste

6.1 Lover og forskrifter

- 1981 Lov om verdipapirfond av 6. desember 1981 nr. 52.
- 1985 Lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper av 21.juni 1985 nr. 83.
- 1988 Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner av 10.juni 1988 nr. 80.
- 1997 Lov om aksjeselskaper av 13.juni 1997 nr. 44.
- 1997 Lov om allmennaksjeselskaper av 13.juni 1997 nr. 45.
- 1997 Lov om verdipapirhandel av 19.juni 1997 nr. 79.
- 2002 Lov om børsvirksomhet av 17. november 2000 nr. 80.
- 2002 Lov om registrering av finansielle instrumenter av 7. mai 2002 nr. 64.
- 2007 Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74.
- 2007 Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75.
- 2007 Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften) av 29. juni 2007.

6.2 Litteratur

Bøker:

Andenæs, Mads Henry *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*. Oslo 2006

Tor Bechmann...[et al]. *Verdipapirhandelloven, kommentarutgave*. Oslo, 2002

Bergo, Knut *Børs- og verdipapirrett*. Oslo 2004

Christiansen, Erling *Materialsamling i børs- og verdipapirrett*. Oslo 2007

Eckhoff, Torstein og Eivind Smith *Forvaltningsrett*. 7 utgave, Oslo 2000

Eckhoff, Torstein og Jan Helgesen *Rettskildelære*. 5. utgave, Oslo 2001

Grant, Jeremy *European Takeovers, The Art of Acquisition*. London 2005.

Hov, Jo *Rettergang I*. Oslo 2007.

Artikler:

Degré, Atle. "Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper." I: Tidsskrift for forretningsjus. 1999, s 217-261

Engh, Jone. "Eier- og stemmerettsbegrensninger og konsolidering av eierandeler i finansinstitusjoner." Lov og Rett. 2001, s. 279.

Holgersen, Gudrun. "Den rettskildemessige vekt av praksis ved spesielle håndhevings- og kontrollorganer innen forvaltningen." Tidsskrift for rettsvitenskap. 1987, s. 404 - (TFR-1987-404)

Ramsland, Per Kristian. "Konsolidering på grunnlag av forpliktende samarbeid etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5," Tidsskrift for Forretningsjus. 2005, s. 427.

6.3 Forarbeider

Ot.prp. nr. 53 1988-89 Om lov om verdipapirhandel

Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) Om lov om verdipapirhandel

Ot.prp. nr. 54 (1988-1989) Verdipapirbørs (endringslov)

Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven).

NOU: 1996: 2 Verdipapirhandel

NOU: 1998: 14 Lov om finansforetak

NOU: 2005: 17 Om overtakelsestilbud (Tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper).

6.4 Traktater og Direktiver

Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (EU-direktivet om overtakelsestilbud)

<http://eur-lex.europa.eu/>

Wien-konvensjonen om traktatretten, Wien 23. mai 1969

6.5 Praksis

Rettspraksis:

Rt.2000.1811 ”Finanger”

Oslo tingretts dom av 3. desember 2007 (07-039572TVI-OTIR/08).

Praksis fra Oslo Børs:

Børsklagenemndens sak 2/1992

Børsklagenemndens sak 3/2002

Børsklagenemndens sak 1/2003

Børsklagenemndens sak 4/2006

Børsklagenemndens sak 6/2006

Børsklagenemndens sak 7/2006

Børstyrets sak 25. juni 2003

Børstyrets sak 26. april 2007

Vedtak fra Finansdepartementet:

Vedtak av 25. juni 1990 (Forenede – gruppen A/S)

Vedtak av 29. mai 1997 (Storebrand ASA)

Uttalelser fra Oslo Børs:

Kursmateriale til Børsrettsdagene, Juristforeningen (Årgang 1996-2007).

Elektroniske kilder: www.oslobors.no/ob/vedtak (Vedtak og Uttalelser)

Børssirkulære nr. 01/2003 om ”meldeplikt, innsideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater.”

Oslo Børs brev av 9. september 1997 (Flagging ved aktiv forvaltning)

Oslo Børs brev av 7. desember 2005. (Spm. om konsolidering av aksjeiere – Orkla m.fl.)